




3 1761 11554421 5



Digitized by the Internet Archive
in 2022 with funding from
University of Toronto

<https://archive.org/details/31761115544215>



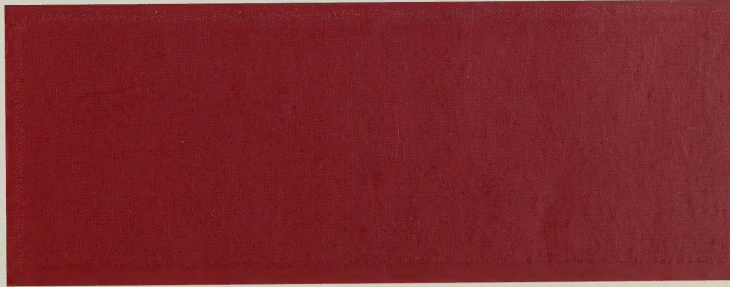
BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

A1 (39)
n73
ms6

Copyright
Publication

Monetary Policy Report

April 2007



CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a *core* measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (23 November 2006) and Background Information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— April 2007 —



*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth, and Tiff Macklem.*

By the early 1990s, the Bank decided to achieve price stability by directly targeting inflation. That inflation-targeting system worked so well that it has been renewed four times, most recently near the end of last year. This means that we will continue with our goal of holding inflation to 2 per cent . . . over the coming five years.

David Dodge

Governor, Bank of Canada
8 March 2007



CONTENTS

1. Overview5

2. Recent Developments in Inflation7

Inflation and the 2 per cent target7

Factors at work on inflation9

 Aggregate demand9

 Aggregate supply12

 Estimated pressures on capacity13

 Commodity and output prices
 and the terms of trade15

3. Financial Developments18

Policy interest rates and exchange rates.18

Credit conditions and other financial
developments.20

4. The Outlook23

International background23

Aggregate demand and supply in Canada ..26

The outlook for inflation28

Risks to the outlook32

Technical Boxes

1. Developments in the
 U.S. Housing Market and
 Their Implications for Canada11

2. Total Home Equity Borrowing
 in Canada21

3. Estimates of Trend Labour Input30

1. OVERVIEW

Growth in the Canadian economy has been essentially in line with the expectations set out in the Bank's January *Monetary Policy Report Update*. But inflation has been higher than expected because pressures on capacity over the past year have been stronger than previously judged, and the prices of food and gasoline have recently risen more than expected. After considering the full range of indicators, the Bank now judges that the Canadian economy was operating just above its production capacity in the first quarter of this year.

Robust domestic demand continues to support Canada's economic growth, and there has also been stronger-than-expected growth outside North America, which has led to rising demand for, and prices of, many commodities. However, the slowing U.S. economy has had a moderating effect on economic growth in Canada.

Over the projection horizon, domestic demand should remain robust, although not as strong as in recent years. With the U.S. slowdown now expected to be somewhat more prolonged than previously projected, net exports should exert a slightly greater drag on growth in 2007. All told, the Canadian economy is expected to expand at a rate slower than potential through 2007, and in line with potential through 2008 and 2009.

With the excess demand in the economy expected to disappear in the second half of this year, and with pressures on housing prices expected to continue to ease, core inflation is projected to decline to 2 per cent by the end of 2007 and remain there through the projection period. If energy prices evolve in line with those currently reflected in futures markets, total inflation should average just below 2 per cent in the second quarter of 2007 before moving above the 2 per cent target and peaking below 3 per cent near the end of 2007. Total inflation should then return to target by mid-2008.

The upside risk to the Bank's inflation projection is that the recent strength of inflation could be more persistent than projected. Pressures on capacity could be greater and more prolonged than currently judged. The strong growth in household credit and broad money continues to point to this upside risk. As well, the downward pressure on inflation from the prices of imported goods could diminish more quickly than expected, and global food and energy prices could put more upward pressure on inflation.

This report includes information received up to the fixed announcement date on 24 April 2007.

The downside risk to inflation continues to come from the possibility of a slowdown in the U.S. economy that is more pronounced than that already incorporated in the Bank's base-case projection.

The Bank continues to judge that the risks to its inflation projection are roughly balanced, although there is now a slight tilt to the upside.

The Bank left its key policy interest rate unchanged at 4.25 per cent on 6 March and 24 April. The current level of the target for the overnight rate is judged, at this time, to be consistent with achieving the inflation target over the medium term.

2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

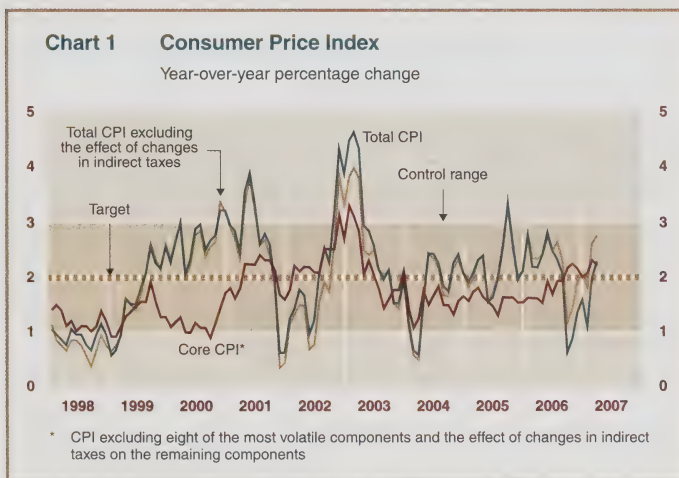
Inflation and the 2 per cent target

The year-over-year rate of increase in the total CPI has been higher than projected in the January *Update*, having risen from 1.3 per cent in the last quarter of 2006 to 1.9 per cent in the first quarter of 2007. If the effect of changes in indirect taxes is excluded, the rate of increase in the total CPI in the first quarter of 2007 was 2.4 per cent. The core rate of inflation increased to 2.3 per cent over the same period (Chart 1), also slightly higher than expected.¹

The core rate of inflation has been moving up since the spring of 2006. Capacity pressures stemming from strong domestic demand have contributed to an increase in inflationary pressures, especially on the prices of components such as shelter services and, to a lesser extent, of services other than shelter.² As well, the downward pressure on the core rate coming from reduced prices for many import-

CPI inflation rose to 1.9 per cent in the first quarter of 2007 . . .

. . . which was higher than expected.



1. The core measure of inflation excludes eight of the most volatile components of the CPI and removes the effect of changes in indirect taxes on the remaining components. The eight volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.

2. It should be emphasized that the effect of changes in indirect taxes is removed for the analysis of the changes in the components of the core CPI.

In addition to higher-than-expected increases in the prices of several components of the core rate of inflation . . .

. . . there have been unanticipated increases in the prices of more volatile components.

The underlying trend of inflation has been running slightly above 2 per cent.

Key medium- and longer-term indicators of inflation expectations remain quite close to 2 per cent.

intensive goods (such as clothing and durable goods other than automobiles) has lessened somewhat.

In the first quarter of 2007, the year-over-year rate of increase in housing prices eased slightly more than anticipated at the time of the *January Update*. However, this was more than offset by higher-than-expected increases in the prices of several other components of the core rate of inflation. In particular, the recent surge in the prices of grains and oilseeds, stemming partly from the persistent rise in the demand for biofuels, has contributed to higher core food prices. Prices of imported clothing, durable goods excluding autos, and of core services other than housing have also come in higher than anticipated.

The higher-than-expected increase in total CPI inflation in the first quarter of 2007 reflected both the higher-than-projected core rate and increases in the prices of some of the more volatile components. Fruit and vegetable prices rose unexpectedly as a result of weather-related reductions in North American supplies. Gasoline prices were higher than projected, partly owing to temporary production disruptions at oil refineries, although the impact of higher prices for crude oil also played a role.

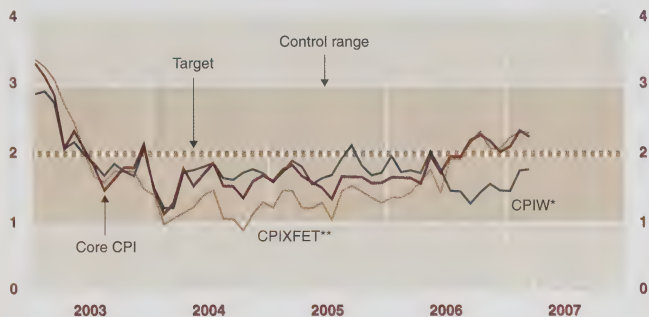
Other measures of the trend rate of inflation that the Bank follows have also moved up above 2 per cent when the effect of changes in indirect taxes is excluded (Chart 2).³

Key medium- and longer-term measures of inflation expectations continue to be close to 2 per cent. In the Bank's spring *Business Outlook Survey*, 88 per cent of firms expected CPI inflation to be within a range of 1 to 3 per cent, on average, over the next two years. Consistent with the temporary reduction in CPI inflation stemming from the cut in the GST, the average private sector forecast for total CPI inflation in 2007 was slightly below 2 per cent, while consensus forecasts of inflation over the longer term continued to be very close to 2 per cent.

3. Note that CPIW is affected by changes in the GST and other indirect taxes. Removing this effect would push the rate of change of CPIW above 2 per cent.

Chart 2 Core CPI and Other Measures of the Trend Inflation Rate

Year-over-year percentage change



* CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability, but does not exclude the effect of changes in indirect taxes.

** CPIXFET excludes food, energy, and the effect of changes in indirect taxes.

Factors at work on inflation

Aggregate demand

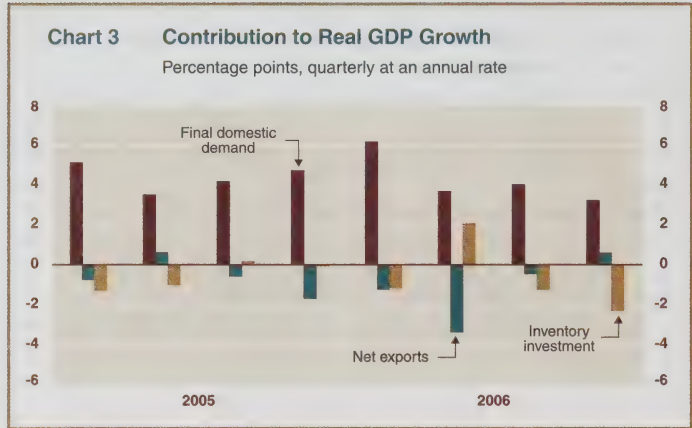
Real GDP growth in Canada slowed modestly in the second half of 2006, increasing by 2.0 per cent in the third quarter and by 1.4 per cent in the fourth quarter. The outcome for the fourth quarter was very close to the 1.5 per cent projected in the January *Update*,⁴ with a decrease in inventory investment exerting a significant drag on growth (Chart 3). The inventory correction appears to have been largely completed by the end of 2006. Currently available information suggests that real GDP grew by about 2.5 per cent in the first quarter of 2007, close to the 2.4 per cent rate projected in the last *Update*.

Although the growth of final domestic demand has slowed since the middle of 2006 from the very strong pace registered in the first half, it remained the chief driver of GDP growth. Further substantial increases in capital spending by businesses reflected relatively high overall profitability, earlier reductions in the prices of imported machinery and equipment, and continued favourable financing conditions. With solid employment growth, real personal disposable income continued to rise, as did household net

As projected, growth in Canada's real GDP slowed further in the fourth quarter of 2006.

While final domestic demand has slowed somewhat since the middle of 2006, it remained the chief driver of GDP growth.

4. The level of real GDP was marginally higher than expected, owing to a small upward revision to growth in the third quarter.



worth and household credit, contributing to ongoing strength in consumer spending. In contrast, the growth of government spending on goods and services lessened appreciably. Residential construction decreased as expected.

The U.S. economic slowdown has continued to affect Canada's economic growth. In particular, the weak level of motor vehicle sales in the United States contributed to significant production cuts in the Canadian auto industry. Consequently, inventory investment in motor-vehicle-related industries in Canada decreased sharply, especially in the fourth quarter of the year. As well, further large declines in residential investment in the United States resulted in reductions in Canadian exports of lumber and, to a lesser extent, other building materials. (See Technical Box 1.)

Nevertheless, Canada's total exports recovered in the second half of 2006. Exports of machinery and equipment, metals and minerals, and agricultural and fish products all rose strongly after mid-2006. At the same time, after another strong gain in the third quarter of 2006, imports eased towards year-end and into this year, partly as a result of the reduced inventory investment by Canadian businesses.

Inventory investment in Canada's motor-vehicle-related industries decreased appreciably ...

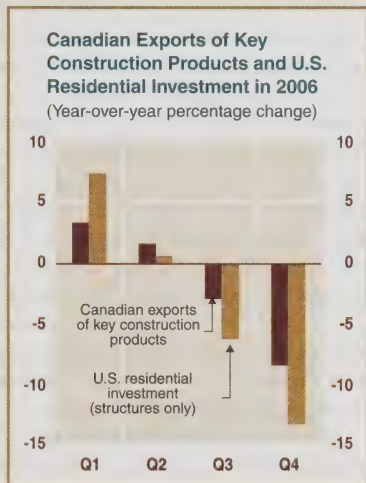
... while exports recovered in the second half of 2006.

Technical Box 1

Developments in the U.S. Housing Market and Their Implications for Canada

After several years of rapid sales growth, large price increases, and rising construction, the U.S. housing sector began to contract in 2006. Sales of new and existing homes declined early in the year, causing a sharp increase in inventories of unsold homes. Builders consequently cut construction of new homes, leading to a 13 per cent decrease in real residential investment in new structures through the four quarters of 2006. Recent data on the U.S. housing sector point to a further contraction of real residential investment. The Bank's base-case projection calls for real residential investment to decrease by another 12 per cent during 2007, with much of the decline occurring in the first two quarters. In the first half of 2008, however, the inventory of unsold new homes is expected to return to its long-term average, and growth in residential construction is projected to resume thereafter.¹

The decline in U.S. residential investment through 2006 had an important impact on Canadian exports, especially wood products, since construction materials used in the United States have a very high Canadian content relative to other goods. However, this impact could have been affected by changes in Canada's relative competitiveness, by price and inventory movements, and by sector-specific developments, such as the October 2006 softwood lumber agreement. Although these and other factors introduce a large degree of uncertainty, the Bank's analysis suggests that the projected decline of 12 per cent in U.S. residential investment in 2007 could lead to an additional drop in Canadian exports of construction-related products² of about 13 per cent on a year-over-year basis by the fourth quarter of 2007. This would translate into an adverse impact on Canadian real GDP of about -0.3 percentage points over the same period. If the downturn in U.S. housing was to significantly affect U.S. consumer spending, other types of exports would also be affected, and the negative impact on GDP would be larger.



Canadian Exports of Key Construction Products by 2006Q4 (Constant 1997 dollars)		
	Year-over-year percentage change	Contribution to total growth of exports of key construction products (Percentage points)
Total	-8.2	
Wood	-17.2	-7.6
Other	-1.1	-0.6
Non-metallic minerals	-0.7	-0.1
Metals	-2.7	-0.6
Rubber and plastics	0.2	0.0

1. An additional factor affecting the U.S. housing market is the recent rise in the rate of delinquencies and defaults on subprime mortgages, which will bring more houses onto the market. While the macroeconomic impacts from these developments currently seem limited, there is a risk that lenders may respond by tightening overall mortgage lending, which could prolong the decline in the U.S. housing market.

2. The measure of Canadian exports of key construction-related products includes products that are heavily influenced by U.S. residential investment, but it also includes products that may be used in other sectors of the U.S. or global economy.

Aggregate supply

Growth in labour input has been higher than expected . . .

. . . while growth in labour productivity has been weaker than expected.

Growth in potential output over the 2004–06 period is now estimated to have averaged 2.6 per cent.

In recent years, most of the growth in output has come from increases in labour input (as indicated by hours worked), rather than from gains in labour productivity. For the 2004–06 period, annual growth in hours worked in the business sector averaged about 1.8 per cent, which was well above expectations. Most of this growth came from the expansion of the working-age population. In the fourth quarter of 2006, hours worked continued to increase solidly, with year-over-year growth of 1.8 per cent.

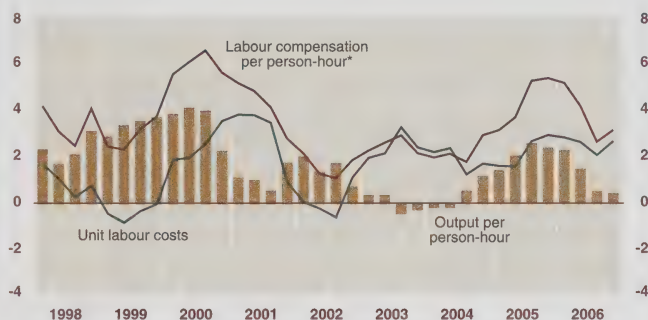
Annual growth in labour productivity in the business sector averaged about 1.2 per cent for the 2004–06 period, down from 2.3 per cent over the 1996–2000 period. One factor contributing to the slowdown in productivity growth could be the large amount of structural adjustment under way in the Canadian economy in the face of rising global competition and stronger demand for commodities, which has pushed up commodity prices and the trade-weighted value of the Canadian dollar. In particular, labour and capital have been moving towards commodity production and the non-tradable goods and services sectors. It is reasonable to expect that labour and capital could be somewhat less productive during the transition period. Also, higher commodity prices encourage the production of resources that are more difficult and costly to extract, dampening productivity in those sectors.

Productivity growth was particularly slow in the second half of 2006, with measured productivity in the fourth quarter up only 0.4 per cent from a year earlier (Chart 4). In addition to the factors noted above, some of this weakness would also appear to be cyclical in nature, reflecting the inventory correction and more general weakness in the manufacturing sector. As well, productivity in the services sector continues to be below expectations. All told, especially given the recent strength in investment, the extent of the weakness in overall productivity remains somewhat puzzling.

The Bank estimates potential output over history by breaking out movements in labour supply and labour productivity into their trend and cyclical components. Using its conventional measure, the Bank currently estimates that average growth in potential output over the 2004–06 period was 2.6 per cent. This is somewhat lower than the 2.8 per cent to 3 per cent that had been assumed in projections of potential output growth over that period. This slower pace of growth in potential output over the past several years largely reflects the weakness in the growth of actual labour productivity, which has more than offset higher-than-expected growth in labour input.

Chart 4 Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change



* Labour compensation includes the labour income of paid workers, plus imputed labour income for self-employed workers.

Source: Statistics Canada Daily

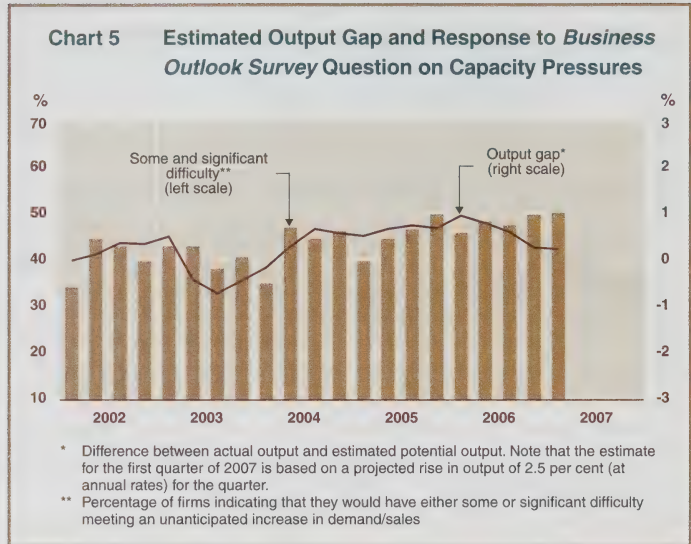
Estimated pressures on capacity

Several indicators of capacity pressures continue to suggest that the economy has been operating in slight excess demand. In the spring *Business Outlook Survey* from the Bank's regional offices, the percentage of firms reporting that they would have difficulty in meeting an unanticipated increase in demand remained above average (Chart 5). The employment-to-population ratio in March 2007 was at its highest level in 31 years, and the unemployment rate in both February and March was at a 31-year low. The Bank's conventional measure of the output gap, which is subject to a substantial degree of uncertainty, indicates that the economy was operating about 0.2 per cent above its production potential in the first quarter of 2007 (Chart 5), slightly higher than was expected in the January *Update*.⁵

The fact that the core rate of inflation has averaged slightly above 2 per cent since September 2006 is also consistent with an economy operating slightly above its production capacity.

Some indicators suggest that the economy has been operating in slight excess demand . . .

5. This change is due to the slight downward revision in the conventional measure of production capacity over history, such that the estimated level in the fourth quarter of 2006 is about 0.1 per cent lower than the previous estimate. As discussed in the previous section, this downward revision in the estimated level of production capacity reflects the sustained weakness in actual labour productivity growth, which has not been fully offset by the observed strength in labour input.



... while others point to an economy either in balance or in slight excess supply.

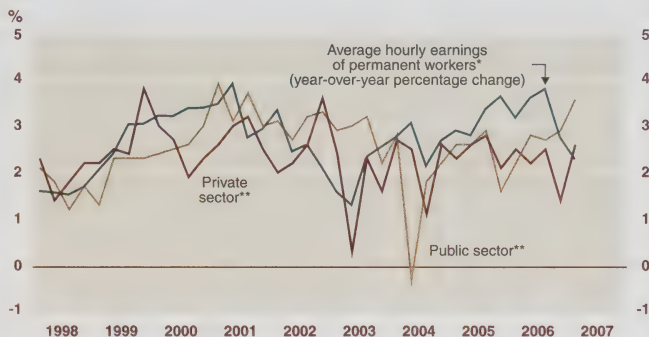
In contrast, other indicators suggest that the economy may be either in balance or even in slight excess supply. The percentage of firms reporting labour shortages in the Bank's spring survey, while up slightly from the previous survey, was still only about average on a historical basis. Statistics Canada's measure of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector suggested below-average pressure on production capacity by the fourth quarter of 2006.

The underlying trend increase in aggregate wages (based on the 12-month change in average hourly earnings of permanent workers reported by Statistics Canada in the Labour Force Survey) has fallen to between 2 1/4 per cent and 3 per cent since the third quarter of 2006 (Chart 6). The year-to-year rise in another wage indicator—hourly labour compensation from Statistics Canada's Productivity Accounts—decreased to just over 3 per cent in the fourth quarter of 2006 (Chart 4).⁶

6. The marked reduction in the average annual wage increase in the unionized private sector in the fourth quarter of 2006 resulted chiefly from low settlements negotiated in the retail sector.

Chart 6 Wage Settlements and Average Hourly Earnings

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements

* Source: Statistics Canada *Labour Force Information*

** Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted is the average of January and February 2007

Given the very low gains in productivity, unit labour costs in the fourth quarter of 2006 were up 2.7 per cent from their level a year earlier. With recent compensation increases ranging between 2 1/4 per cent and 3 per cent and with trend productivity growth estimated at about 1 per cent in 2006, underlying increases in unit labour costs seem to have been lower, at just under 2 per cent.

After reviewing all the indicators of capacity pressures, it is the Governing Council's judgment that, overall, the economy was operating just above its production capacity in the first quarter of 2007.

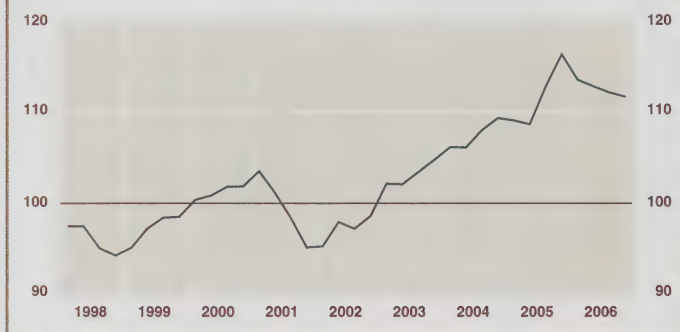
The Governing Council judges that the economy was operating just above its production capacity in the first quarter of 2007.

Commodity and output prices and the terms of trade

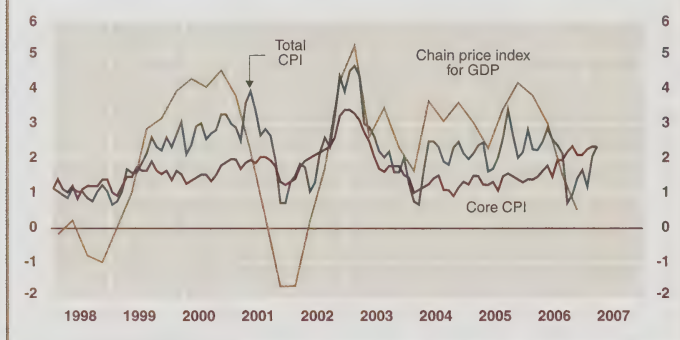
Canada's terms of trade decreased further in the second half of 2006, owing to somewhat lower prices for energy commodities after the middle of the year (Chart 7). Consequently, the four-quarter change in the chain price index for GDP (a broad price measure of the goods and services produced in Canada) eased from 3.0 per cent in the second quarter of 2006 to 0.5 per cent in the fourth quarter (Chart 8). This contributed to further moderation in the annual increase in nominal GDP, which rose by only 2.8 per cent in the year ending in the fourth quarter of 2006.

Chart 7 Terms of Trade

The price of exports relative to the price of imports (1997 = 100)

**Chart 8 Chain Price Index for GDP, Core CPI, and Total CPI**

Year-over-year percentage change



The prices of non-energy commodities have continued to rise since mid-January . . .

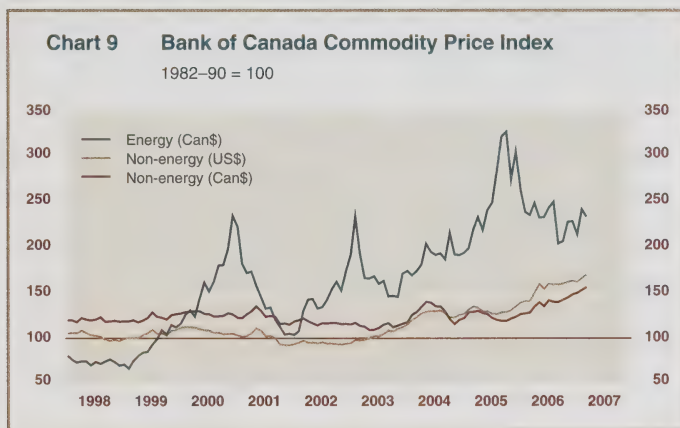
. . . as has the price of crude oil.

Growth in global demand for commodities continues to be underpinned by the strong global economy, particularly in the emerging-market economies led by China and India. Combined with delays in several major projects intended to expand supplies, this has led to further increases in the world prices of many non-energy commodities since the *January Update* (Chart 9).

The price of light crude oil (West Texas Intermediate), which was about US\$53 per barrel at the time of the *January Update*, averaged US\$63 in the ten days ending on 20 April 2007. This increase was chiefly caused by strengthening North American

demand with the return of normal winter weather conditions, as well as by somewhat greater geopolitical uncertainties. Natural gas prices are also up a little relative to January.

This recent improvement in most commodity prices should lead to a recovery in Canada's terms of trade in early 2007 and, thus, to somewhat stronger growth in nominal GDP. This strengthened rate of nominal income growth should, in turn, help to increase the growth of corporate profits and government tax revenues in the near term.



3. FINANCIAL DEVELOPMENTS

The global economy continues to be characterized by high levels of desired savings relative to desired investment. This has contributed to a financial environment that exhibits low levels of long-term interest rates and strong investor appetite for risk, reflected in the low level of risky spreads. Moreover, equity markets and debt issuance around the world have been buoyant. In February and March, volatility and risk premiums rose in many markets from historically low levels, but have since largely returned to those low levels. The main exception is the U.S. subprime mortgage market, where some difficulties persist and further deterioration is possible.

Policy interest rates and exchange rates

In Canada, financial market expectations are for no change in the policy rate in 2007.

Policy rates in both Canada and the United States have remained unchanged since the middle of 2006 (Chart 10). Short-term interest rates in the United States reflect expectations of a modest decline in the federal funds rate in the second half of 2007. In Canada, market expectations derived from short-term interest rates imply no change in the policy rate in 2007.

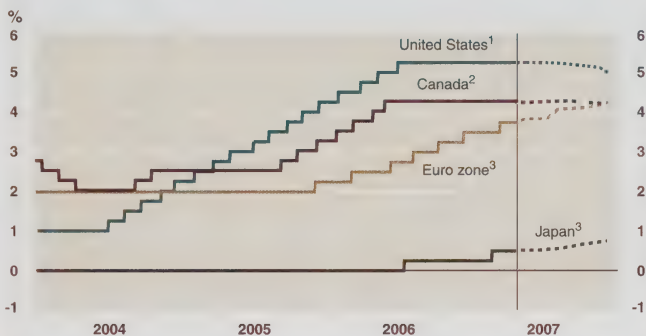
Responding to the sustained strength of their economies, several central banks, including the Bank of England, the European Central Bank, and the Bank of Japan, have continued to raise their policy rates since the beginning of the year. Financial markets expect a further tightening of monetary policy in these countries over the remainder of 2007 and into early 2008.

The recent strength of the Canadian dollar reflects a number of developments.

Through the first quarter of 2007, the Canadian dollar traded in the range of about 84.5 to 87.5 cents U.S. assumed in the projection presented in the January *Update* (Chart 11). However, since early April, the Canadian dollar has moved above this range as a result of several developments, including the rise in commodity prices and relatively stronger economic data in Canada than in the United States.

Chart 10 Official Policy Rates and Forward Interest Rates*

Daily

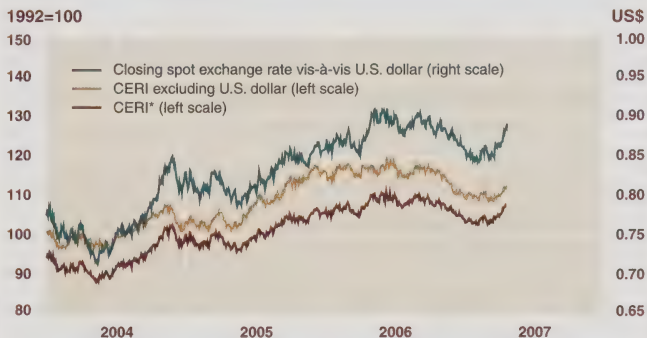


* Solid lines are official interest rates, and dotted lines are forward overnight interest rates. No adjustments are made for term premiums.

1. U.S. forward overnight rates based on federal funds futures prices
2. Canadian forward overnight rates based on yields on bankers' acceptances (BAs) and three-month futures for bankers' acceptances (BAX)
3. Euro and Japanese overnight rates based on the implied forward rate derived from the respective overnight index swap markets

Chart 11 Canadian Dollar Exchange Rate

Wednesdays



* CERI: U.S. dollar, euro, yen, U.K. pound, Mexican peso, and Chinese renminbi

Credit conditions and other financial developments

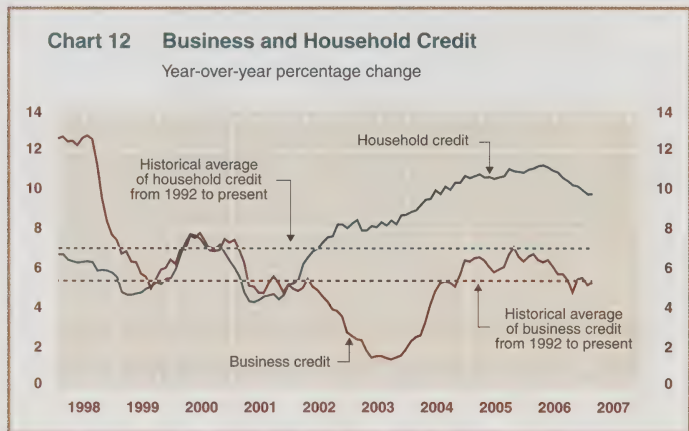
Corporate profitability in Canada remains robust. Balance sheets in the Canadian non-financial business sector continue to improve, buoyed by rising profit margins. Profits have also been very strong in the financial sector since the *October Report*.

Against this backdrop, credit conditions for businesses remain accommodative (Chart 12). Despite high corporate profits, which have dampened the demand for credit, business borrowing since the January *Update* has expanded at a rate close to its historical average, partly reflecting increased demand for short-term financing related to mergers and acquisitions, as well as robust capital spending. The healthy outlook for the global economy should help to sustain the strong profitability of Canadian businesses. To the extent that credit spreads remain low, firms should continue to have ready access to funding for investment.

Household credit continues to expand at a rate well above its historical average (Chart 12). This has been partly due to borrowing against home equity. Rising house prices have improved the net worth of households and have facilitated cheaper access to borrowed funds. Total new borrowing against home equity has tripled in volume since 2001 (Technical Box 2) and has contributed to the strength of household spending over this period. Since the January *Update*, the growth in housing prices has moderated somewhat, but past increases have allowed household borrowing to remain robust.

Business borrowing conditions remain accommodative.

Healthy household balance sheets and rising house prices are enabling households to borrow to help support spending.

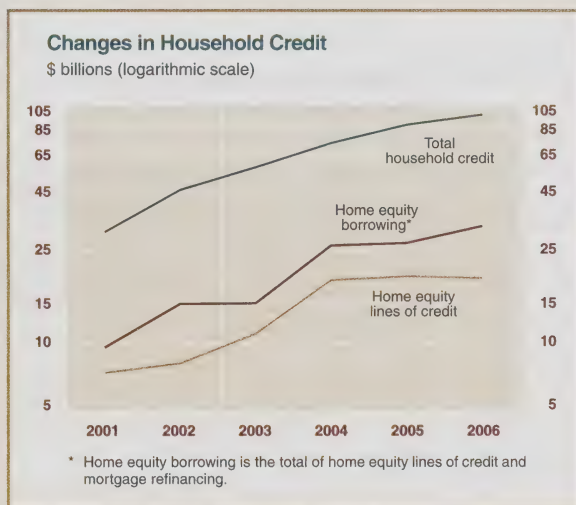


Technical Box 2

Total Home Equity Borrowing in Canada

Homeowners can take advantage of increases in housing equity by raising the amount of their borrowing against home equity. This occurs through two main channels: borrowing through a home equity line of credit or increasing the amount of the original mortgage (mortgage refinancing).

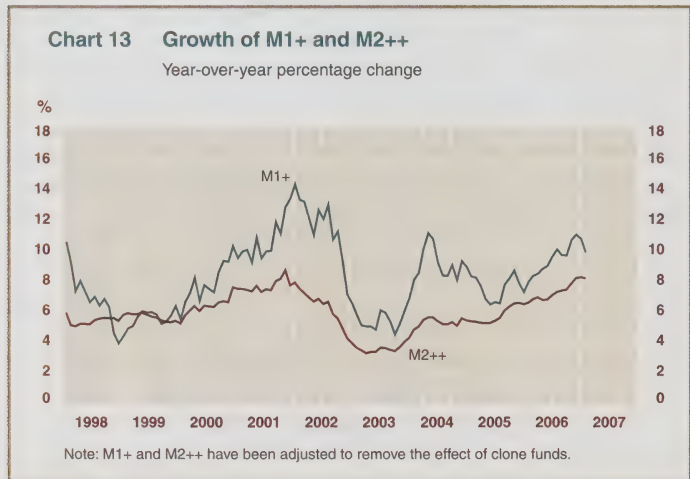
There is no single source of information on total home equity borrowing in Canada. It is therefore necessary to derive this series from several sources. Estimates by Bank staff of home equity lines of credit, which include lending by both chartered banks and non-bank financial institutions, are based on Bank of Canada credit data and information from a household survey undertaken by Ipsos Reid market research. Estimates of mortgage refinancing are calculated using survey data from Altus Clayton consulting services.



Despite higher indebtedness, households remain in sound financial health, with a relatively low debt-service ratio for the sector as a whole and only a small proportion of financially vulnerable households.⁷ Healthy household balance sheets, together with favourable employment conditions and ready access to borrowed funds, suggest that robust credit growth should continue to support household spending.

Growth in the monetary aggregates remains high.

Since January, the growth rate of the monetary aggregates has remained high (Chart 13). The growth of broad money (M2++) is consistent with a core rate of inflation slightly above 2 per cent at the end of 2007 and into early 2008. At the same time, the break-even inflation rate implicit in the spread between nominal and Real Return government bonds has moved up slightly. Liquidity and technical factors, however, make this spread difficult to interpret.



7. See "An Analysis of the Financial Position of the Household Sector Using Microdata" by Faruqui, Lai, and Tractlet in the Bank of Canada's *Financial System Review* (December 2006): 14–17.

4. THE OUTLOOK

This section describes the Bank's outlook for the global and Canadian economies through to the end of 2009. The base-case projection has been developed assuming a slow and orderly resolution of global imbalances, predicated on further supportive policy actions to rebalance global demand and a gradual real effective depreciation of the U.S. dollar. Energy prices are assumed to evolve in line with current futures prices, and the Canadian dollar is assumed to trade within the range of 86.5 to 89.5 cents U.S., evident since early April. With the projection horizon extended to 2009, demographic effects related to an aging workforce begin to modestly reduce the assumption for the growth of potential output, not only in Canada, but for many industrialized countries.⁸ The section concludes with a discussion of the risks to the base-case projection.

Demographic developments will reduce the future growth of potential output in the major economies.

International background

Since the January *Update*, global economic growth has been slightly stronger than expected, with slower growth in U.S. real GDP more than offset by stronger-than-expected growth outside North America. As global capacity becomes fully absorbed and monetary policy tightens, this vigorous expansion is projected to moderate gradually from 5.3 per cent in 2006, to 4.8 per cent in 2007 and 2008, and to 4.6 per cent in 2009 (Table 1). This growth projection is slightly higher than that presented in the October *Report* and the January *Update*.

Economic momentum remains strong in the major overseas economies . . .

Growth in Japan and the major European economies is expected to remain solid over the projection period, with more growth coming from domestic consumption and investment demand, rather than from net exports. The outlook for growth in emerging-market countries over the same period also remains very strong, particularly for China and India.

8. The negative impact of aging populations on labour supply growth is projected to occur over different periods and to varying degrees among the advanced economies. For example, with the oldest U.S. baby boomers becoming eligible for pension benefits in 2008, the contribution of labour to potential growth is expected to diminish over coming years. Shifts in the working-age population are also expected to reduce potential growth rates in the major overseas economies, although this may be partly offset by gains in labour productivity from capital deepening and from the adoption of more efficient technologies. See Technical Box 3 for a discussion of the impact of demographics on trend labour input in Canada.

... but the U.S. slowdown is expected to be more prolonged than previously projected.

The slowdown in the U.S. economy in 2007 is expected to be more prolonged than projected in the January *Update*. As a result, U.S. GDP growth is expected to slow to 2.1 per cent in 2007, before picking up to 2.8 per cent in 2008 and to 3.1 per cent in 2009. The downward revision in 2007 (from 2.5 per cent in the January *Update* to 2.1 per cent) largely reflects a more prolonged downturn in residential investment and weaker business investment. The growth rate of U.S. potential output is now expected to slow from about 3 per cent over recent years to slightly below 3 per cent over the 2007–09 period.

Table 1 Global Growth Projection					
	Share of real global GDP ^a (per cent)	Expected growth (per cent) and percentage point contribution to economic growth ^b			
		2006	Projection		
			2007	2008	2009
United States	20	3.3 [0.66]	2.1 [0.42]	2.8 [0.56]	3.1 [0.62]
European Union	19	2.8 [0.52]	2.3 [0.42]	2.2 [0.40]	2.2 [0.40]
Japan	6	2.2 [0.14]	2.3 [0.15]	1.9 [0.12]	1.8 [0.12]
China and Asian NIEs ^c	19	9.7 [1.82]	9.0 [1.68]	8.6 [1.60]	8.2 [1.53]
Others	36	6.0 [2.17]	5.9 [2.15]	5.7 [2.07]	5.3 [1.92]
World	100	5.3	4.8	4.8	4.6

a. GDP shares are based on the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2005. Source: IMF, WEO Database, April 2006

b. Numbers in square brackets represent the contribution of each region to the global economic growth rate in percentage points.

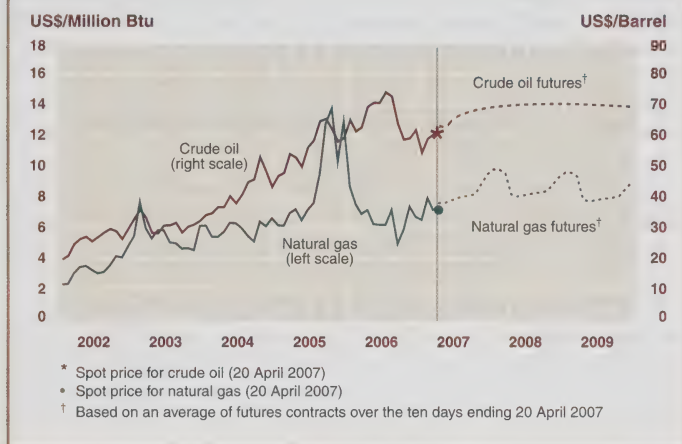
c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), South Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.

Source: Bank of Canada

With the slowing of U.S. GDP growth to well below potential growth since the middle of 2006, some excess supply has started to emerge in the U.S. economy. Thus, core inflation should gradually fall, although less quickly than previously expected. As inventory adjustments in the manufacturing sector are completed and the drag from weak residential and business investment dissipates, U.S. GDP growth is expected to recover to close to potential growth by the end of 2007.

Over the projection horizon, growth in U.S. household consumption is expected to moderate, as savings return to a more sustainable level. The depreciation of the U.S. dollar in real effective terms since 2002, as well as a further expected depreciation of about 8 per cent over the projection horizon, should continue to

Chart 14 Crude Oil and Natural Gas: Spot and Futures Prices
Monthly



stimulate U.S. net exports.⁹ Strong foreign demand should further support U.S. exports, contributing to a gradual reduction in the U.S. current account deficit.

Futures prices for crude oil and natural gas over the projection period are higher than those in the January *Update* (Chart 14). They indicate that crude oil prices will move up from their current level of about US\$63 per barrel to US\$70 per barrel by early 2008 and then stay there for the remainder of next year and through 2009.

The price index for non-energy commodities is high and is expected to remain higher than projected in January, before declining gradually over the projection period. In particular, while strong global demand is boosting metals prices, these prices are expected to decrease slowly as increases in global capacity come online. Lumber prices are likely to ease over the remainder of this year, given the projected weakness of U.S. housing activity. On the other hand, prices for grains and oilseeds are anticipated to remain strong for some time as a result of the surging demand for biofuels.

Prices of energy futures are higher than in January.

Non-energy commodity prices should stay relatively high before declining modestly.

9. In its April 2006 *Monetary Policy Report*, the Bank assumed a real effective depreciation of the U.S. dollar over the 2007–08 period of 7 per cent. Since then, the U.S. dollar has depreciated by about 3 per cent. The Bank's outlook for the U.S. economy now extends through to the end of 2009.

Aggregate demand and supply in Canada

Final domestic demand is expected to be the primary engine of growth in Canada.

In Canada, final domestic demand is expected to continue to be the primary engine of growth over the projection period, growing at a robust, though more moderate, pace than in 2005 and 2006 (Table 2).

	2006	2007	2008	2009
Consumption	2.2	1.8 (1.7)	1.6 (1.7)	1.7
Housing	0.2	-0.1 (-0.1)	-0.1 (-0.1)	0
Government	0.8	0.6 (0.7)	0.7 (0.7)	0.6
Business fixed investment	1.1	0.7 (0.7)	0.5 (0.5)	0.4
<i>Subtotal: Final domestic demand</i>	4.3	3.0 (3.0)	2.7 (2.8)	2.7
Exports	0.5	0.4 (0.5)	1.3 (1.1)	1.0
Imports	-1.7	-1.3 (-1.3)	-1.3 (-1.1)	-1.0
<i>Subtotal: Net exports</i>	-1.2	-0.9 (-0.8)	0 (0)	0
Inventories	-0.4	0.1 (0.1)	0 (0)	0
<i>GDP</i>	2.7	2.2 (2.3)	2.7 (2.8)	2.7

* Figures in parentheses are from the base-case scenario in the January *Monetary Policy Report Update*.

Consumer spending is expected to grow solidly over the projection period, reflecting further gains in real disposable income and increases in household net worth. Housing investment, after reaching a very high level last year, is projected to decline slightly in 2007 and 2008 and then to steady out in 2009.

Gains in business investment are expected to remain strong in 2007 and 2008, with growth averaging just over 5 per cent. Factors contributing to higher investment spending this year and next include near-term pressures on production capacity, expectations of relatively strong global economic growth and high levels for most commodity prices, ongoing supportive financial conditions, and generally strong profit levels with solid balance sheets. However, capital spending in the oil and gas industry is expected to ease somewhat in the near term, owing to a weaker outlook for gas drilling. In 2009, overall growth in investment is projected to ease as a result of the anticipated moderation in global economic growth and lower prices for non-energy commodities.

In the base-case projection, it is assumed that the government sector will run balanced budgets throughout the projection period, and that the real growth of government spending on goods and services will decelerate to average just under 3 per cent through 2009.

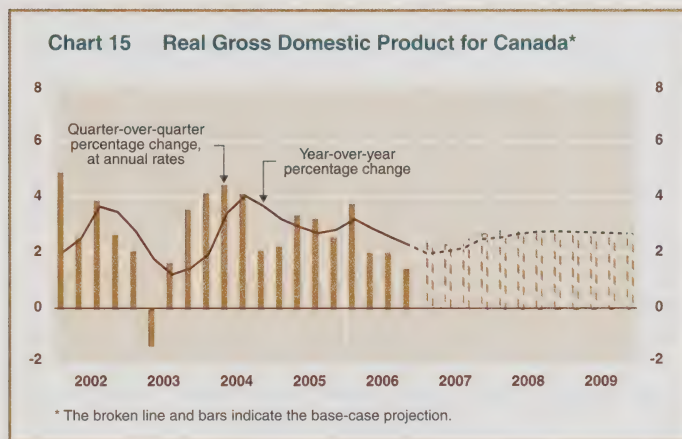
As growth in U.S. domestic demand slows through mid-2007, Canadian exports are expected to ease slightly in the first half of 2007. But with the projected subsequent strengthening of U.S. growth, Canada's exports should pick up over the remainder of the projection period. In contrast, further substantial increases in investment in machinery and equipment should contribute to continued strong growth in imports throughout 2007 and 2008. Hence, net exports are projected to exert a slightly greater drag on overall growth in 2007 than projected in the *January Update*, with this drag diminishing over the course of the year.

In the Bank's base-case projection, economic growth increases through 2007, with quarterly growth averaging just below 2 1/2 per cent in the first half of the year and just above 2 1/2 per cent in the second half (Chart 15). This implies average annual growth for 2007 of 2.2 per cent, slightly lower than in the *January Update*, largely reflecting the impact of the weaker U.S. economic outlook on Canadian export growth. For 2008 and 2009, GDP growth is projected at 2.7 per cent.

In the base-case scenario for Canada, the assumption for potential output growth in both 2007 and 2008 remains unchanged at 2.8 per cent.¹⁰ For 2009, growth of the labour supply is assumed

Net exports are expected to continue to exert a drag on growth through 2007.

GDP growth in Canada is projected to be 2.2 per cent in 2007 and 2.7 per cent in both 2008 and 2009.



10. This continues to reflect an assumed rate of trend labour productivity growth of 1 1/2 per cent and trend growth in labour input of 1 1/4 per cent.

to ease slightly by 0.1 per cent from 1 1/4 per cent in 2007 and 2008, implying potential growth of about 2.7 per cent. This 0.1 percentage point reduction in potential growth in 2009 reflects the Governing Council's judgment regarding the impact on the labour force of increased retirements as the first members of the baby-boom generation enter their early sixties. (See Technical Box 3.)¹¹

With these growth profiles for GDP and potential growth, the economy would move back to its production capacity in the second half of 2007 and stay there for the remainder of the projection period. In this base-case projection, it is chiefly the recent slowdown and subsequent pickup of the U.S. economy that bring aggregate supply and demand in Canada back into balance and keep them there.

The outlook for inflation

Core inflation is expected to return to 2 per cent by the end of 2007.

The Bank's projection is that core inflation will remain above 2 per cent in the coming months, but return to 2 per cent by the end of 2007 and stay there for the rest of the projection period (Table 3). With medium- and longer-term expectations of inflation well anchored, the inflation projection largely reflects the combined influence of the balance between aggregate demand and supply, and relative price developments. Excess demand through late 2006 and into 2007, combined with the projected momentum in core food prices, is expected to keep core inflation above 2 per cent in the near term. But two factors are expected to bring core inflation back to 2 per cent, despite a projected lessening of the downward pressure from import prices. First, the upward pressure coming from the economy operating slightly above its potential output is expected to dissipate, since excess demand is projected to be eliminated in the second half of 2007. Second, the significant contribution to inflation coming from housing price increases is expected to continue to decline.

Total CPI inflation is expected to return to 2 per cent by mid-2008 and remain there over the rest of the projection period.

The projected path for the 12-month rate of increase in the total CPI reflects both the slightly higher projected track for core inflation in 2007 and expectations for energy prices, as well as changes in indirect taxes. Total CPI inflation is expected to be 1.9 per cent in the second quarter of 2007. With the direct effect of the GST cut ending in July 2007, upward-sloping futures curves for crude oil and natural gas prices and marked year-over-year

11. Technical Box 3 describes model-based estimates and projections of trend labour input growth. These estimates, together with judgments regarding the implications of various factors that are not captured by the estimated model, informed the Governing Council's assumptions regarding the growth of trend labour supply.

increases in gasoline prices, total CPI inflation is projected to move up in the second half of 2007, peaking in the fourth quarter of 2007 at about 2.8 per cent.¹² Thereafter, total CPI inflation is expected to decline, returning to the 2 per cent target by mid-2008 and staying there for the remainder of the projection period.

This inflation projection is consistent with an unchanged target for the overnight interest rate, largely because the impact of the current slowdown in U.S. GDP growth on the Canadian economy is sufficient to bring total demand for goods and services in Canada back into line with supply.

Table 3 Summary of the Base-Case Projection*

	2006	2007				2008	2009
	Q4	Q1	Q2	H2			
Real GDP (quarterly growth or average quarterly growth at annual rates)**	1.4 (1.5)	2.5 (2.4)	2.3 (2.6)	2.6 (2.8)	2.8 (2.9)		2.7
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.3 (2.3)	2.0 (1.9)	2.1 (2.1)	2.4 (2.5)	2.7 (2.8)		2.7
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.2 (2.2)	2.3 (2.1)	2.2 (2.0)	2.1 (2.0)	2.0 (2.0)		2.0
Total CPI (year-over-year percentage change)	1.3 (1.3)	1.9 (1.2)	1.9 (1.0)	2.6 (1.7)	2.1 (2.0)		2.0
Total CPI (excluding the effect of changes in indirect taxes) (year-over-year percentage change)	1.8 (1.8)	2.4 (1.7)	2.4 (1.5)	2.6 (1.7)	2.1 (2.0)		2.0
WTI *** (level)	60 (60)	58 (56)	64 (58)	68 (61)	70 (63)		70

* Figures in parentheses are from the January *Monetary Policy Report Update*.

** For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.

*** Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 20 April 2007

12. The year-over-year rate of increase in gasoline prices is expected to spike up in the last quarter of 2007, owing partly to base-year effects related to a temporary easing in gasoline prices in 2006.

Technical Box 3 Estimates of Trend Labour Input

Over the next two years, the leading edge of the baby boom cohort—those born between 1946 and 1964—will reach 62 years of age, the average age of retirement in Canada. This development will put downward pressure on the growth of labour supply and, hence, on that of potential output over the coming decades.

Since 1980, growth in labour input has accounted for just over half of real GDP growth.¹ Most of this rise in labour input growth can be attributed to an increase in the working-age population and to the strong increase in the labour force participation of women. These two factors have been partially offset by a declining trend in average hours worked.

Bank staff have estimated the trend in labour input over the next decade by combining Statistics Canada projections of the working-age population with models of the average length of the workweek and the labour force employment rate. Statistics Canada projects that growth in the working-age population will begin declining in 2007 and will continue to decline over the next decade because of the cumulative impact of past decreases in the national fertility rate (Chart A).² Bank modelling projects average hours worked to remain relatively stable over the next decade. Using a cohort-based model,³ Bank staff estimate that the aggregate trend employment rate began to fall in 2006, owing to the increased share in the workforce of individuals 62 and over whose average employment rates are lower than those of younger workers (Chart B). This analysis also suggests that the recent increase in the employment rates of women aged 55 and over is mainly a structural phenomenon that will likely continue in the years to come. This should help moderate the drop in the aggregate employment rate.

Accordingly, the model-based estimate of trend labour input growth falls from 1.5 per cent over the 2004–06 period to 1.1 per cent over the 2007–09 period and to 0.6 per cent over the 2013–15 period.

Several factors that could help to offset some of the estimated decline in the employment rate are not accounted for in the model. As the labour pool shrinks, employers and governments may take further measures to reduce or eliminate barriers to continued labour force participation beyond the conventional retirement age. Continued improvements in health and life expectancy, together with the changing nature of work towards jobs that are less physically demanding, might raise the employment rates of older workers. If couples are making joint retirement decisions, the projected increase in the employment rates of older women might have a positive spillover effect on the employment rates of older men (although this effect could also work in the other direction). Finally, the projected reduction in the labour supply might increase the real wage, creating an incentive for more young workers to enter the labour market and for older workers to delay their retirement. For these and other reasons, some judgment is applied to the model-based estimates in coming to a balanced view of trend labour supply growth going forward.

1. Real output growth can be divided into labour productivity growth and labour input growth. The latter can be decomposed further into growth of the working-age population, the change in the labour force employment rate, and the change in the average length of the workweek. The labour force employment rate is defined as the number of people employed divided by the labour force. Trend labour input is driven by the trend in labour supply.

2. The medium scenario from Statistics Canada's population projections is used to project the size and composition of the working-age population. For more details on the assumptions underlying the population projection, see Statistics Canada (2005), *Population Projections for Canada, Provinces and Territories*.

3. The trend employment rate is projected using a birth-cohort-specific model that captures movements in labour demand, age effects, wealth effects, the impact of the E.I. system, and a birth-cohort effect for females. A more detailed description will be provided in an upcoming *Bank of Canada Review* article.

Technical Box 3 (continued)

Components of Model-Based Trend Canadian Labour Input Growth

	Model-based trend rate of labour input growth	Statistics Canada's projection for the working-age population	Model-based trend employment rate	Model-based trend average hours worked
1998–00	1.6	1.2	61.1	34.3
2001–03	1.9	1.4	62.2	34.2
2004–06	1.5	1.4	62.7	34.1
2007–09	1.1	1.2	62.5	34.1
2010–12	0.9	1.0	62.3	34.1
2013–15	0.6	0.9	61.8	34.1

Chart A
Contribution to Trend Labour Input Growth

Year-over-year percentage change

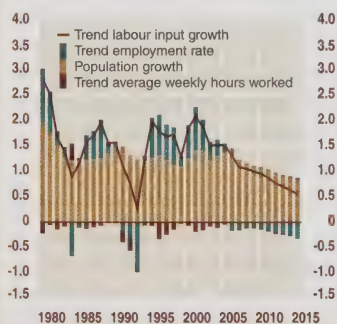
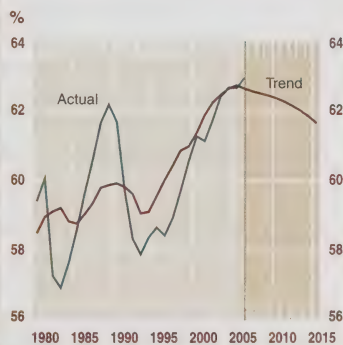


Chart B
The Actual and Trend Canadian Employment Rate



Risks to the outlook

There are both upside and downside risks to the Bank's base-case outlook for inflation.

The upside risk relates to the persistence of the recent increase in inflation.

The upside risk is that the recent strength in inflation could prove to be more persistent than is envisaged in the base-case projection. Pressures on capacity may be greater than judged and may be more persistent than projected. The observed strength in household credit growth and broad money growth in Canada continues to point to this upside risk. There is also a risk of greater international price pressures. The downward pressure on the core inflation rate from decreases in the prices of internationally traded manufactured goods could diminish more quickly than projected, especially if global growth continues to come in stronger than expected. Global food and energy prices could also boost inflation more than projected in the base case.

The downside risk continues to be lower-than-expected growth in the U.S. economy.

The downside risk to the outlook for Canadian growth and inflation continues to be that growth in the U.S. economy could be lower than expected. This arises from the possibility of an even more pronounced slowdown in residential and business investment in the United States, which could spill over into weaker consumption growth. Weaker growth in domestic demand in the United States would further reduce demand for Canadian exports and would lower inflation relative to the base-case projection.

The risks to the inflation projection are roughly balanced, with a slight tilt to the upside.

The Bank continues to judge that the risks to its inflation projection are roughly balanced, although there is now a slight tilt to the upside.

Finally, from a longer-term perspective, there remains a small probability of a disorderly resolution of global imbalances. While the improving balance in the global distribution of domestic demand will be helpful in supporting necessary adjustment, further policy actions are required internationally to facilitate an orderly resolution of global imbalances.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: 613 782-8248; toll free in North America: 1 877 782-8248;
email: publications@bankofcanada.ca
website: www.bankofcanada.ca

et plus persistantes que prévu. La vigueur observée de la croissance des crédits aux ménages et de la monnaie au sens large au Canada continue de laisser voir un risque à la hausse. Il existe également un risque d'intensification des pressions sur les prix à l'échelle mondiale. La pression à la baisse que le recul des prix des biens manufacturés faisant l'objet d'échanges internationaux exerce sur l'inflation mesurée par l'indice de référence pourrait diminuer plus rapidement que projeté, surtout si l'expansion économique mondiale demeure supérieure aux attentes. Les prix mondiaux des aliments et de l'énergie pourraient eux aussi faire grimper l'inflation davantage qu'il n'est envisagé dans le scénario de référence.

Le risque à la baisse pesant sur les perspectives en matière de croissance et d'inflation au Canada tient toujours à la possibilité que le rythme de progression de l'activité américaine soit inférieur aux prévisions. Il se pourrait, en effet, que la décélération des investissements dans le secteur résidentiel et des investissements des entreprises aux États-Unis s'accroisse encore plus et bride l'expansion de la consommation. Un tassement de la demande intérieure américaine aurait pour effet d'abaisser encore davantage la demande d'exportations canadiennes et de ramener le taux d'inflation en deçà de celui énoncé dans le scénario de référence.

La Banque continue de considérer que les risques entourant sa projection au sujet de l'inflation sont relativement équilibrés, quoique les risques à la hausse soient désorment légèrement prépondérants. Enfin, à long terme, il subsiste une faible probabilité que les déséquilibres mondiaux ne se résorbent pas de façon ordonnée. Même si une répartition plus équilibrée de la demande intérieure dans le monde concourra à soutenir les ajustements nécessaires, de nouvelles mesures devront être prises à l'échelle internationale pour faciliter la correction ordonnée de ces déséquilibres.

Le risque à la baisse demeure la possibilité que la croissance de l'économie américaine soit inférieure aux attentes.

Les risques entourant la projection relative à l'inflation sont relativement équilibrés, quoique les risques à la hausse soient légèrement prépondérants.

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du Rapport au complet, du Sommaire ou de la Mise à jour, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais
en Amérique du Nord : 1 877 782-8248;
adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : www.banqueducanada.ca

renchérissement attendu des aliments inclus dans l'indice de référence, devrait contribuer à garder l'inflation mesurée par cet indice au-dessus de 2 % à brève échéance. Mais deux facteurs devraient ramener le taux d'accroissement de l'indice de référence à 2 %, malgré l'atténuation anticipée de la pression à ce exercée par les prix à l'importation. D'une part, on s'attend à ce que la pression à la hausse attribuable au fait que l'économie tourne légèrement au-delà de son potentiel se dissipe, étant donné que la demande excédentaire devrait s'être résorbée au deuxième semestre de 2007. D'autre part, on prévoit que l'effet considérable des hausses des prix des logements sur l'inflation continuera de s'atténuer.

La trajectoire projetée du taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global reflète à la fois la légère montée prévue de l'inflation mesurée par l'indice de référence en 2007 et les attentes concernant les prix de l'énergie, ainsi que les modifications des impôts indirects. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir à 1,9 % au deuxième trimestre de 2007. Comme l'incidence directe de la baisse de la TPS cessera de se faire sentir en juillet 2007, que les cours à terme du pétrole brut et du gaz naturel suivent une courbe ascendante et que l'essence connaîtra un renchérissement marqué en glissement annuel, cette mesure de l'inflation devrait grimper au second semestre de 2007 et atteindre un sommet d'environ 2,8 % au dernier trimestre¹². Le taux d'accroissement de l'IPC global devrait ensuite diminuer, pour redescendre à la cible de 2 % d'ici le milieu de 2008 et s'y maintenir durant le reste de la période considérée.

La projection de la Banque au sujet de l'inflation cadre avec le maintien du taux cible du financement à un jour, surtout en raison du fait que les répercussions sur l'économie canadienne du ralentissement observé aux États-Unis devraient suffire pour ramener l'équilibre entre l'offre et la demande globales de biens et de services au Canada.

Les risques pesant sur les perspectives

Le scénario de référence de la Banque en matière d'inflation est entaché de risques, aussi bien à la hausse qu'à la baisse.

Le risque à la hausse tient à la possibilité que la vigueur affichée récemment par l'inflation s'avère plus persistante qu'il n'est supposé dans le scénario de référence. Les pressions sur la capacité de production pourraient s'avérer plus vives qu'on ne l'estime

12. Le taux d'augmentation en glissement annuel des prix de l'essence devrait rapporter à une année de base (2006) où ces prix s'étaient temporairement inscrits en baisse.

Ces profils de croissance du PIB et de la production potentielle impliquent que l'économie retournera à son plein potentiel au second semestre de 2007 et y demeurera jusqu'à la fin de la période de projection. Dans ce scénario de référence, ce sont surtout la décélération récente et la reprise ultérieure de l'activité américaine qui permettent de rétablir et de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globales au Canada.

Les perspectives en matière d'inflation

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence restera au-dessus de 2 % au cours des prochains mois, mais qu'elle redescendra à 2 % d'ici la fin de 2007 et demeurera à ce niveau jusqu'à la fin de la période de projection (Tableau 3). Les attentes d'inflation à moyen et à long terme étant solidement ancrées, la projection portant sur l'inflation traduit en grande partie l'influence combinée de l'équilibre entre l'offre et la demande globales et de l'évolution des prix relatifs. La demande excédentaire enregistrée à la fin de 2006 et au début de 2007, conjuguée au

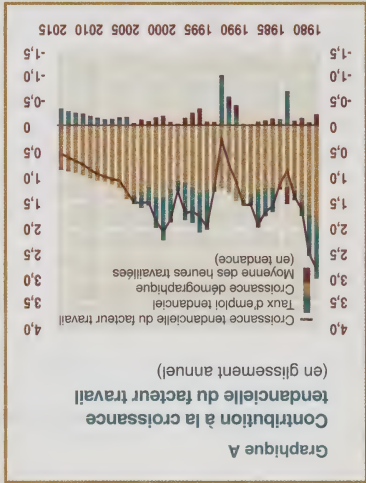
On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence redescende à 2 % d'ici la fin de 2007.

Tableau 3 Résumé des projections selon le scénario de référence*

		4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	2 ^e sem.		PIB réel (taux de croissance trimestriels annualisés)**	PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	IPC global (taux de variation en glissement annuel)	IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	WT***	(niveau)
2006	2007	2008	2009				1,4	2,5	(2,4)	(2,6)	(2,8)	(2,9)	2,7
							2,3	2,0	2,1	2,4	2,7	(2,8)	2,7
							2,2	2,3	2,2	2,1	2,0	(2,0)	2,0
							1,3	1,9	1,9	2,6	2,1	(2,0)	2,0
							1,8	2,4	2,4	2,6	2,1	(2,0)	2,0
60	58	(56)	(58)	64	68	70	(1,8)	(1,7)	(1,5)	(1,7)	(2,0)		

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la Mise à jour de janvier du Rapport sur la politique monétaire.
 ** Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.
 *** L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire (en \$ E.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 20 avril 2007.

Composantes de la croissance tendancielle du facteur travail au Canada (d'après les modélisations de la Banque)				
	Taux de croissance tendancielle du facteur travail	Croissance de la population en âge de travailler selon Statistique Canada	Taux d'emploi tendancielle	Moyenne hebdomadaire des heures travaillées (en tendance)
1998-2000	1,6	1,2	61,1	34,3
2001-2003	1,9	1,4	62,2	34,2
2004-2006	1,5	1,4	62,7	34,1
2007-2009	1,1	1,2	62,5	34,1
2010-2012	0,9	1,0	62,3	34,1
2013-2015	0,6	0,9	61,8	34,1



Note technique 3

L'estimation du taux de croissance tendanciel du facteur travail

Au cours des deux prochaines années, les membres les plus âgés de la cohorte des baby-boomers – les personnes nées entre 1946 et 1964 – atteindront 62 ans, soit l'âge moyen de la retraite au Canada. Il en résultera une pression à la baisse sur le rythme de progression de l'offre de main-d'œuvre et, partant, sur celui de la production potentielle au cours des décennies à venir.

Depuis 1980, la croissance du facteur travail a compté pour un peu plus de la moitié de celle du PIB réel¹. L'accroissement du facteur travail s'explique surtout par l'augmentation de la population en âge de travailler et la forte élévation du taux d'activité des femmes, deux facteurs qui ont été contrebalancés en partie par une diminution tendanciellement nulle du nombre d'heures travaillées.

Le personnel de la Banque a estimé la croissance tendanciellement du facteur travail pour la dernière décennie à venir en combinant les projections de Statistique Canada sur la population en âge de travailler avec des modèles de prévision de la durée moyenne de la semaine de travail et du taux d'emploi de la population active. Statistique Canada projette que la croissance de la population en âge de travailler commencera à ralentir en 2007, et que cette décelération se poursuivra durant les dix prochaines années en raison de l'incidence cumulative des réductions passées du nombre moyen de heures travaillées restera relativement stable pendant la prochaine décennie. En s'appuyant sur un modèle de cohortes², le personnel de la Banque estime que le taux d'emploi tendanciel global s'est mis à reculer en 2006 sous l'effet de la proportion accrue, au sein de la population active, d'individus âgés de 62 ans et plus, dont le taux d'emploi moyen est inférieur à celui des travailleurs plus jeunes (Graphique B). Par ailleurs, cette analyse donne à penser que la hausse récente du taux d'emploi des femmes de 55 ans et plus est essentiellement un phénomène structurel appelé à se poursuivre dans les années à venir, et qui devrait ainsi contribuer à modérer la chute du taux d'emploi global.

Sur la base de ses modélisations, la Banque estime donc que le taux de croissance tendanciel du facteur travail, qui s'est établi à 1,5 % pour la période 2004-2006, descendra à 1,1 % pour la période 2007-2009, puis à 0,6 % pour celle de 2013-2015.

Plusieurs facteurs susceptibles de compenser en partie le repli anticipé du taux d'emploi ne sont pas pris en compte dans le modèle. Par exemple, à mesure que le jeu de basses de main-d'œuvre diminuera, les employeurs et les administrations publiques pourraient prendre de nouvelles mesures pour réduire ou éliminer les obstacles qui dissuadent les travailleurs de rester actifs au-delà de l'âge normal de la retraite. De même, l'amélioration continue de l'état de santé général et de l'espérance de vie de la population ainsi que la part grandissante d'emplois peu exigeants physiquement pourraient élever le taux d'emploi chez les travailleurs plus âgés. En outre, dans la mesure où les conjoints dédient ensemble du moment de leur départ à la retraite, l'augmentation postulée du taux d'emploi chez les femmes plus âgées pourrait aussi avoir l'effet inverse). Enfin, il se peut que la contraction projetée de l'offre de main-d'œuvre fasse progresser le salaire réel, ce qui pourrait amener davantage de jeunes à entrer sur le marché du travail et inciter les moins jeunes à prendre leur retraite plus tard. Pour toutes ces raisons et d'autres encore, une évaluation éclairée de l'évolution tendanciellement probable de l'offre de main-d'œuvre dans l'avenir ne saurait s'appuyer exclusivement sur les estimations issues de modèles et impli-

quant une part de jugement.

1. La croissance de la production réelle peut être ventilée entre croissance de la productivité du travail et la croissance du facteur travail. Cette dernière peut à son tour être décomposée en trois éléments, à savoir la progression de la population en âge de travailler, la variation du taux d'emploi de la population active et la variation du facteur travail. Le taux d'emploi de la semaine de travail. La croissance tendanciellement du facteur travail est déterminée par celle de l'offre de main-d'œuvre.

2. Le personnel de la Banque s'est fondé sur le scénario moyen des projections démographiques de Statistique Canada pour estimer la taille et la composition futures de la population en âge de travailler. Pour de plus amples renseignements au sujet des hypothèses qui sous-tendent ces projections, voir Statistique Canada (2005), *Projections démographiques pour le Canada, les provinces et les territoires*.

3. Le modèle servant à la projection du taux d'emploi tendanciel tient compte de l'évolution de la demande de travail, des effets de l'âge, des effets de la richesse, de l'incidence du régime d'assurance-emploi et d'un effet de cohorte de naissance pour les femmes. Une description plus détaillée de ce modèle sera présentée dans un article à paraître dans la *Revue de la Banque du Canada*.



se situera en moyenne un peu en deçà de 2 1/2 % au premier semestre et tout juste au-dessus de 2 1/2 % au second semestre (Graphique 15). Ces projections impliquent une progression au taux annuel moyen de 2,2 %, une croissance légèrement inférieure à celle avancée dans la *Mise à jour* de janvier et qui s'explique dans une large mesure par l'influence de la détérioration des perspectives économiques aux États-Unis sur le rythme d'expansion des exportations canadiennes. En 2008 et en 2009, la croissance du PIB devrait atteindre 2,7 %.

Le scénario de référence élaboré pour le Canada table sur un taux d'augmentation de la production potentielle inchangé, à 2,8 %, tant pour 2007 que pour 2008¹⁰. Pour ce qui est de 2009, par contre, la Banque fait l'hypothèse que la croissance de l'offre de main-d'œuvre reculera de seulement 0,1 point de pourcentage par rapport au taux de 1 1/4 % anticipé en 2007 et 2008, d'où une progression de la production potentielle d'environ 2,7 %. Cette réduction de 0,1 point du taux de croissance potentiel de l'économie en 2009 reflète l'opinion du Conseil de direction quant à l'incidence qu'aura la hausse du nombre de départs à la retraite sur la population active, au moment où les premiers baby-boomers atteindront le début de la soixantaine (voir la Note technique 3)¹¹.

10. Ce chiffre traduit le maintien de l'hypothèse d'un taux d'accroissement tendant de 1 1/2 % de la productivité du travail et de 1 1/4 % du facteur travail.

11. La Note technique 3 décrit les estimations de la hausse tendancielle du facteur travail établies d'après les modélisations de la Banque. Ces estimations, ainsi que les jugements portés sur les implications de plusieurs facteurs qui ne sont pas pris en compte dans le modèle estimé, sont à l'origine des hypothèses formulées par le Conseil de direction concernant la croissance tendancielle de l'offre de main-d'œuvre.

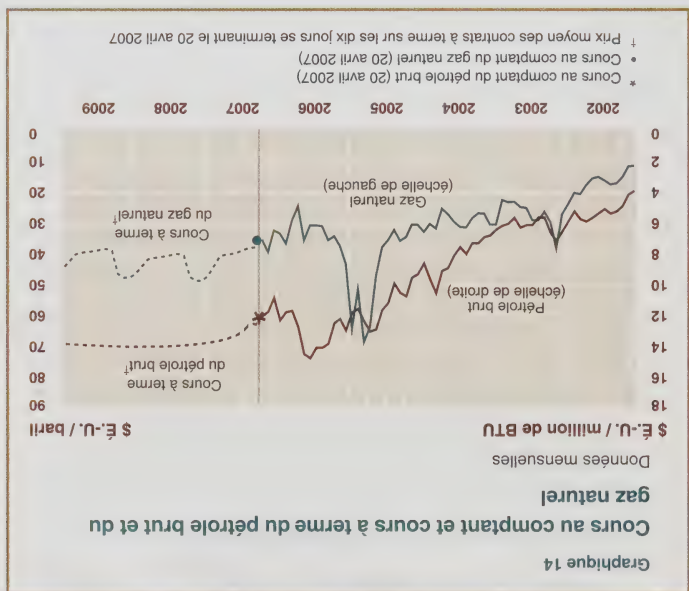
Tableau 2 Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel			
En points de pourcentage*			
	2006	2007	2008
Consommation	2,2	1,8 (1,7)	1,6 (1,7)
Logement	0,2	-0,1 (-0,1)	-0,1 (-0,1)
Administrations publiques	0,8	0,6 (0,7)	0,7 (0,7)
Investissements fixes des entreprises	1,1	0,7 (0,7)	0,5 (0,5)
Total partiel : demande intérieure finale	4,3	3,0 (3,0)	2,7 (2,8)
Exportations	0,5	0,4 (0,5)	1,3 (1,1)
Importations	-1,7	-1,3 (-1,3)	-1,3 (-1,1)
Total partiel : exportations nettes	-1,2	-0,9 (-0,8)	0 (0)
Stocks	-0,4	0,1 (0,1)	0 (0)
PIB	2,7	2,2 (2,3)	2,7 (2,8)

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la Mise à jour de janvier.

les dépenses d'investissement dans le secteur des hydrocarbures devraient fléchir un peu à court terme, en raison d'un assombrissement des perspectives en matière de forage gazier. En 2009, la croissance globale des investissements faiblira vraisemblablement sous l'effet du tassement anticipé de l'activité à l'échelle mondiale et de la baisse des prix des matières premières non énergétiques. Le scénario de référence suppose que les budgets des administrations publiques seront équilibrés tout au long de la période de projection, et que la croissance réelle des dépenses publiques en biens et services déclinera pour se chiffrer à un peu moins de 3 % en moyenne d'ici la fin de 2009.

Comme la progression de la demande intérieure américaine marquera le pas jusqu'au milieu de 2007, on estime que les exportations canadiennes s'inscriront en léger recul au premier semestre de 2007. Elles devraient toutefois se redresser pendant le reste de la période de projection sous l'impulsion d'une relance de l'activité aux États-Unis. Parallèlement, de nouvelles hausses substantielles des investissements en machines et en matériel contribueront sans doute au maintien du dynamisme des importations tout au long de 2007 et 2008. Par conséquent, la Banque prévoit qu'en 2007, les exportations nettes brideront la croissance globale un peu plus qu'elle ne l'avait envisagé dans la Mise à jour de janvier, mais que cet effet s'atténuera en cours d'année. Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que l'activité économique s'accélérera en 2007 et que le taux de croissance trimestriel

On s'attend à ce que les exportations nettes continuent de brider la croissance jusqu'à la fin de 2007.



La demande et l'offre globales au Canada

Au Canada, la demande intérieure finale devrait demeurer le principal moteur de la croissance durant la période de projection. Son rythme d'expansion sera solide, quoique plus modéré qu'en 2005 et 2006 (Tableau 2).

La demande intérieure finale devrait être le principal moteur de l'expansion au Canada.

La Banque prévoit que les dépenses de consommation progressives à une cadence robuste pendant la période considérée, à la faveur de nouveaux gains au chapitre du revenu réel disponible et de l'augmentation de l'avoir net des ménages. Après avoir atteint un très haut niveau l'an dernier, les investissements dans le secteur du logement devraient quant à eux reculer légèrement en 2007 et 2008, puis se stabiliser en 2009.

On s'attend à ce que la progression des investissements des entreprises reste robuste et s'établisse à un peu plus de 5 % en moyenne en 2007 et 2008. Parmi les facteurs qui alimenteront une hausse supplémentaire des dépenses d'investissement cette année et l'an prochain, signaux les pressions s'exerçant à court terme sur la capacité de production, la perspective d'un essor assez vigoureux de l'économie mondiale et d'un niveau élevé des cours de la plupart des produits de base, la persistance de conditions financières favorables ainsi que la forte rentabilité des entreprises en général, associée à la grande solidité de leurs bilans. Par contre,

dans ce pays, mais moins rapidement qu'on ne l'avait d'abord escompté. Le rythme d'expansion de l'économie remontera probablement à un niveau proche de celui de la production potentiellement à la fin de 2007, à la faveur de l'arrivée à terme du processus d'ajustement des stocks dans le secteur manufacturier et de la dissipation de l'effet de freinage dû à la faiblesse des investissements dans le logement et des investissements des entreprises.

Pendant la période de projection, le dynamisme des dépenses des ménages américains devrait se modérer à mesure que l'épargne regagnera un niveau plus soutenable. La dépréciation que le billet vert a connue en termes effectifs réels depuis 2002, combinée au recul supplémentaire d'environ 8 % prévu au cours de la période considérée, continuera vraisemblablement de stimuler les exportations nettes des États-Unis⁹. On s'attend à ce que les exportations soient également soutenues par la forte demande étrangère, ce qui concourra à réduire graduellement le déficit courant du pays.

Les cours à terme du pétrole brut et du gaz naturel à l'horizon de projection sont supérieurs à ceux qui étaient envisagés en janvier (Graphique 14). Ils indiquent que le prix du baril de brut, qui avoisine les 63 dollars E.-U. en ce moment, montera à 70 dollars E.-U. d'ici le début de 2008, puis se maintiendra à ce niveau jusqu'à la fin de 2009.

L'indice des prix des produits de base non énergétiques est élevé et devrait rester supérieur au niveau projeté en janvier, avant de se replier graduellement au cours de la période. Les cours des métaux, en particulier, sont dopés pour le moment par une demande mondiale vigoureuse, mais ils devraient perdre lentement du terrain à mesure que s'accroîtront les capacités de production à l'échelle du globe. Il est probable que les prix du bois d'œuvre s'inscriront en baisse durant le reste de l'année, compte tenu de l'atonie anticipée de l'activité sur le marché du logement aux États-Unis. Par contre, on prévoit que les prix des céréales et des oléagineux se maintiendront à un niveau élevé quelque temps encore, grâce au vif essor de la demande de biocarburants.

Les prix des contrats à terme sur les marchés de l'énergie sont plus hauts qu'en janvier.

Les cours des produits de base non énergétiques devraient rester relativement élevés, puis se replier un peu.

9. Dans sa livraison d'avril 2006 du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque avait pris pour hypothèse une dépréciation de 7 % du dollar E.-U. en termes effectifs réels pour la période 2007-2008. Depuis, le billet vert a perdu environ 3 % de sa valeur. Les projections de la Banque concernant l'économie américaine courent maintenant jusqu'à la fin de 2009.

Tableau 1 Projection relative à la croissance mondiale						
Part du PIB mondial réel (en pourcentage)	2006	Croissance projetée (en pourcentage) et contribution, en points de pourcentage, à la croissance économique ^b				
		Projection				
		2007	2008	2009		
Etats-Unis	20	3,3 [0,66]	2,1 [0,42]	2,8 [0,56]	3,1 [0,62]	
Union européenne	19	2,8 [0,52]	2,3 [0,42]	2,2 [0,40]	2,2 [0,40]	
Japon	6	2,2 [0,14]	2,3 [0,15]	1,9 [0,12]	1,8 [0,12]	
Chine et ENP ^c d'Asie	19	9,7 [1,82]	9,0 [1,68]	8,6 [1,60]	8,2 [1,53]	
Autres pays	36	6,0 [2,17]	5,9 [2,15]	5,7 [2,07]	5,3 [1,92]	
Ensemble du monde	100	5,3	4,8	4,8	4,6	

a. La part de chaque pays est calculée d'après les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2005. Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2006

b. Les chiffres entre crochets représentent la contribution de chaque région, en points de pourcentage, au taux de croissance de l'économie mondiale.

c. Les ENP, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée du Sud, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.

Source : Banque du Canada

On prévoit que l'expansion économique restera soutenue au Japon et dans les grands pays européens durant la période de projection, et qu'elle sera alimentée davantage par la consommation intérieure et la demande d'investissement que par les exportations nettes. Les perspectives de croissance des pays à marché émergent demeurent aussi très fortes pour la même période, en particulier dans les cas de la Chine et de l'Inde.

Aux États-Unis, on s'attend à ce que le ralentissement de l'économie américaine en 2007 dure plus longtemps qu'on ne l'avait envisagé dans la *Mise à jour* de janvier. Par conséquent, le taux d'augmentation du PIB américain devrait descendre à 2,1 % cette année, avant de remonter à 2,8 % en 2008 et à 3,1 % en 2009. La révision à la baisse du chiffre prévu pour 2007 (2,1 % actuellement, plutôt que 2,5 % dans la *Mise à jour* de janvier) est attribuée en bonne partie au repli plus prolongé des investissements dans le secteur résidentiel et à l'affaiblissement des investissements des entreprises. On prévoit maintenant que le rythme d'accroissement de la production potentielle aux États-Unis, qui a avoisiné 3 % ces dernières années, se situera un peu en dessous de ce niveau au cours de la période 2007-2009.

Le taux d'augmentation du PIB américain ayant glissé bien en deçà de celui de la production potentielle depuis le milieu de 2006, une offre excédentaire a commencé à apparaître aux États-Unis. L'inflation tendancielle devrait donc diminuer progressivement

... mais on s'attend à ce
que le ralentissement aux
Etats-Unis dure plus
longtemps que prévu.

4. LES PERSPECTIVES

La présente section fait état du scénario de référence de la Banque concernant les économies mondiale et canadienne pour la période se terminant à la fin de 2009. Les projections tablent sur une résorption lente et ordonnée des déséquilibres mondiaux, laquelle suppose l'adoption de nouvelles mesures propres à favoriser un rééquilibrage de la demande à l'échelle internationale et une dépréciation graduelle du dollar américain en termes effectifs réels. La Banque fait également l'hypothèse que l'évolution des prix de l'énergie sera conforme aux cours actuels des contrats à terme et que le taux de change du dollar canadien se maintiendra à l'intérieur de la fourchette de 86,5 à 89,5 cents E.-U. observée depuis le début d'avril. Comme la période de projection s'étend maintenant jusqu'à 2009, les effets démographiques liés au vieillissement de la main-d'œuvre commencent à entrer en ligne de compte et nous obligent à diminuer légèrement notre estimation du taux d'accroissement de la production potentielle au Canada, mais aussi dans de nombreux autres pays industrialisés⁸. La section se termine par une analyse des risques pesant sur le scénario de référence.

La conjoncture internationale

Depuis la parution de la *Mise à jour de janvier*, l'essor de l'économie mondiale a été un peu plus vif que prévu, la modération du rythme d'augmentation du PIB réel aux États-Unis ayant été largement compensée par une croissance supérieure aux attentes en dehors de l'Amérique du Nord. À mesure que les capacités excédentaires à l'échelle du globe se résorberont et que la politique monétaire se ressertera, cette expansion vigoureuse devrait toutefois se ralentir et passer de 5,3 % en 2006 à 4,8 % en 2007 et 2008, puis à 4,6 % en 2009 (Tableau 1). Ces chiffres dépassent légèrement ceux avancés dans le *Rapport d'octobre* et la *Mise à jour* de janvier.

8. L'incidence négative du vieillissement de la population sur la croissance de l'offre de main-d'œuvre devrait se faire sentir à des degrés différents dans les diverses économies avancées. Aux États-Unis, par exemple, les premiers baby-boomers deviendront admissibles à des prestations de retraite en 2008, et l'on s'attend par conséquent à ce que la contribution de la main-d'œuvre à la croissance potentielle diminue dans les années à venir. L'évolution du profil de la population en âge de travailler devrait aussi se traduire par une réduction du taux d'augmentation de la production potentielle dans les grands pays d'outre-mer, quoique celle-ci pourrait être compensée en partie par des gains au chapitre de la productivité du travail, obtenus grâce à l'intensification du capital et à l'adoption de technologies plus efficaces. Voir la Note technique 3 pour un examen de l'incidence des facteurs démographiques sur la croissance tendancielle du facteur travail au Canada.

L'expansion future de la production potentielle dans les grands pays industriels se ressentira de l'évolution démographique.

L'essor de l'activité demeure vigoureux dans les principales économies d'outre-mer...



ménages pendant cette période. Depuis la parution de la *Mise à jour* de janvier, la hausse des prix des logements a ralenti quelque peu, mais le crédit aux ménages a conservé son dynamisme grâce aux augmentations passées.

Malgré la montée de l'endettement, la santé financière des ménages est encore bonne, le ratio du service de la dette est relativement bas pour l'ensemble du secteur, et la proportion de ménages vulnérables est faible⁷. Le solide bilan financier des ménages, conjugué à des conditions d'emploi et de financement propices, donne à penser que la forte croissance du crédit continuera d'alimenter les dépenses des ménages.

La vive expansion des agrégats monétaires se poursuit depuis janvier (Graphique 13). La croissance de l'agrégat monétaire au sens large (M2++) cadre avec le scénario suivant lequel l'inflation mesurée par l'indice de référence se situera un peu au-dessus de 2 % à la fin de 2007 et au début de 2008. Le taux implicite d'inflation résultant de l'écart entre le rendement des obligations à rendement nominal et celui des obligations à rendement réel du gouvernement à quelque peu augmenté. Des facteurs techniques, telle la liquidité, rendent toutefois difficile l'interprétation de cet écart.

L'expansion des agrégats monétaires demeure vigoureuse.

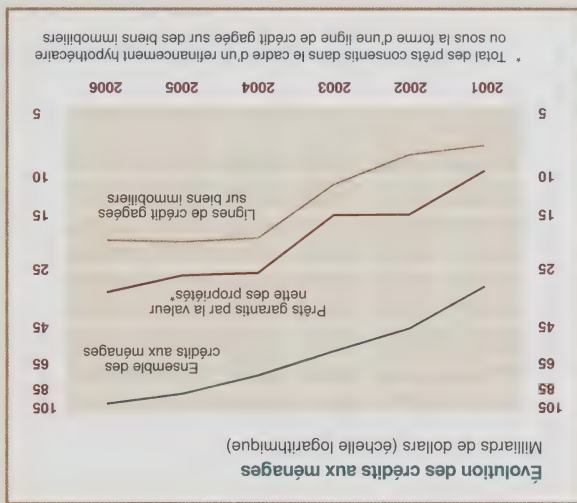
7. Voir le dossier intitulé « Une analyse de la situation financière du secteur des ménages effectuée à l'aide de microdonnées », rédigé par Faruqi, Lai et Traclet, et publié dans la livraison de décembre 2006 de la *Revue du système financier*, pages 11 à 18.

Note technique 2

L'évolution des prêts garantis par la valeur nette des propriétés au Canada

Les propriétaires peuvent tirer parti des hausses de la valeur nette de leurs logements pour augmenter leurs emprunts adossés à des biens immobiliers. Deux options s'offrent essentiellement à eux : recourir à une ligne de crédit gagée sur l'avoir propre foncier ou refinancement hypothécaire visant à accroître le montant de leur prêt immobilier.

Il n'existe pas de source d'information unique sur l'encours total des prêts garantis par la valeur nette des propriétés au Canada. Les données à ce sujet doivent donc être recoupées auprès de plusieurs sources. Les estimations du personnel de la Banque concernant les lignes de crédit gagées sur des biens immobiliers – dont les prêts accordés par les banques commerciales et les autres institutions financières – se fondent sur les données de l'institution relatives au crédit et sur les résultats d'une enquête menée auprès des ménages par Ipsos Reid, une entreprise spécialisée dans les études de marché. Les sommes supplémentaires tirées de refinancement hypothécaires ont été estimées à l'aide de données d'enquête produites par le cabinet de services-conseils Altus Clayton.



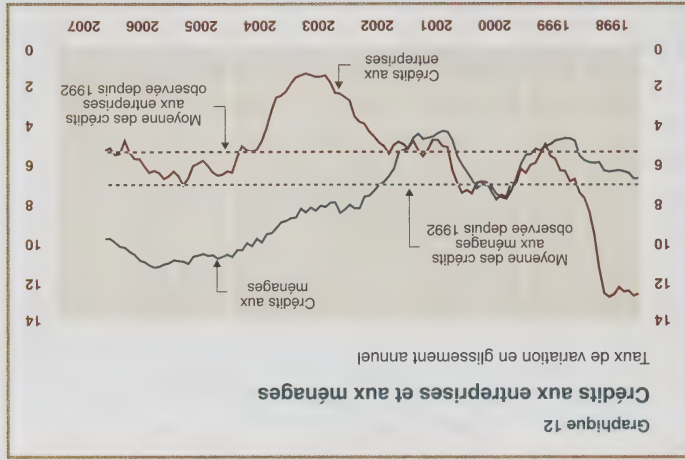
Les conditions du crédit et d'autres aspects de l'évolution financière

La rentabilité des entreprises au Canada demeure robuste. Les bilans des sociétés non financières du pays continuent de s'améliorer, grâce à des bénéfices en hausse. Le secteur financier a aussi enregistré des profits considérables depuis la publication du *Rapport* d'octobre.

Dans ce contexte, les conditions du crédit aux entreprises restent souples (Graphique 12). Malgré leurs bénéfices élevés, qui ont contenu la demande de crédit, les entreprises ont vu leurs

accrus de financement à court terme liés aux fusions et acquisitions ainsi qu'à de solides dépenses d'investissement. Les perspectives favorables concernant l'économie mondiale contribueront sans doute à la forte rentabilité des entreprises canadiennes. Dans la mesure où les écarts de crédit restent faibles, ces dernières devraient pouvoir encore obtenir facilement du crédit à l'appui de leurs investissements.

La croissance du crédit aux ménages se poursuit à un rythme bien supérieur à la moyenne historique (Graphique 12), en raison notamment de l'octroi de prêts garantis par la valeur nette des propriétés. Le renchérissement des maisons a eu pour effet d'accroître l'avoir net des ménages et de favoriser l'accès à un crédit moins coûteux. Le volume total des nouveaux emprunts garantis par la valeur nette des propriétés a triple depuis 2001 (Note technique 2), ce qui a concouru à la vigueur des dépenses des



Grâce à leur bonne santé financière et à la hausse des prix des maisons, les ménages peuvent emprunter pour financer leurs dépenses.

Graphique 10
Taux directeurs et taux d'intérêt à terme*

Données quotidiennes



* Les traits pleins représentent les taux d'intérêt officiels, et les pointillés les taux d'intérêt en vue de tenir compte des primes de terme.

1. Les taux à terme américains sont fondés sur les prix des contrats à terme sur fonds fédéraux.

2. Les taux à terme canadiens sont basés sur le rendement des acceptations bancaires et des contrats à terme sur acceptations bancaires de trois mois (BA3).

3. Les taux à terme dans la zone euro et au Japon sont fondés sur un taux implicite établi à partir des chiffres du marché des swaps indexés sur le taux à un jour du pays ou bloc de pays considéré.

Graphique 11
Taux de change du dollar canadien

Données des marchés



* L'indice de taux de change effectif du dollar canadien, ou indice TCEC*, comprend le dollar É.-U., l'euro, le yen, la livre sterling, le peso mexicain et le renminbi chinois.

3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

L'économie mondiale est encore marquée par des niveaux élevés d'épargne souhaitée comparativement aux investissements désirés. Ce facteur a contribué à créer un contexte financier caractérisé par de bas taux d'intérêt à long terme et par une forte propension des investisseurs à prendre des risques, comme en témoigne l'étroitesse des écarts de risque. Par ailleurs, les marchés boursiers et les émissions de titres de dette ont connu un vif essor à l'échelle internationale. En février et mars, de nombreux marchés ont vu à la fois leur volatilité et leurs primes de risque augmenter, mais depuis, celles-ci sont en grande partie revenues à leurs niveaux antérieurs, historiquement bas. La principale exception est le marché américain des prêts hypothécaires à risque, où certaines difficultés persistent et où une nouvelle détérioration de la situation n'est pas à exclure.

Les taux directs et les taux de change

Au Canada et aux États-Unis, les taux directs sont inchangés depuis le milieu de 2006 (Graphique 10). Les taux d'intérêt à court terme chez nos voisins du sud reflètent les anticipations d'une légère baisse du taux des fonds fédéraux dans la deuxième moitié de 2007. Au Canada, les attentes des marchés qui ressortent des taux d'intérêt à court terme n'impliquent aucune modification du taux directeur cette année.

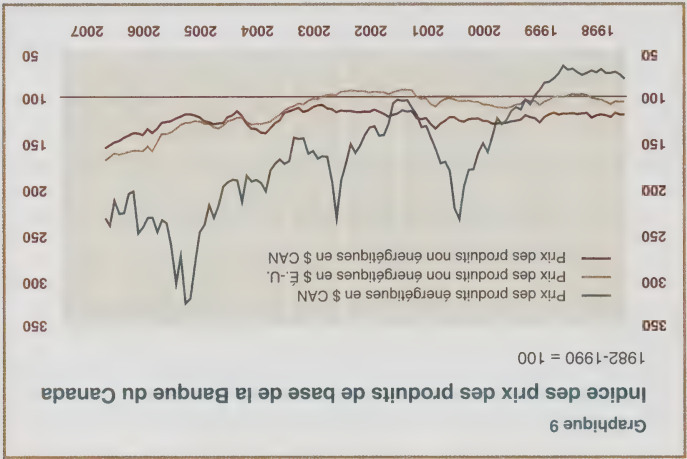
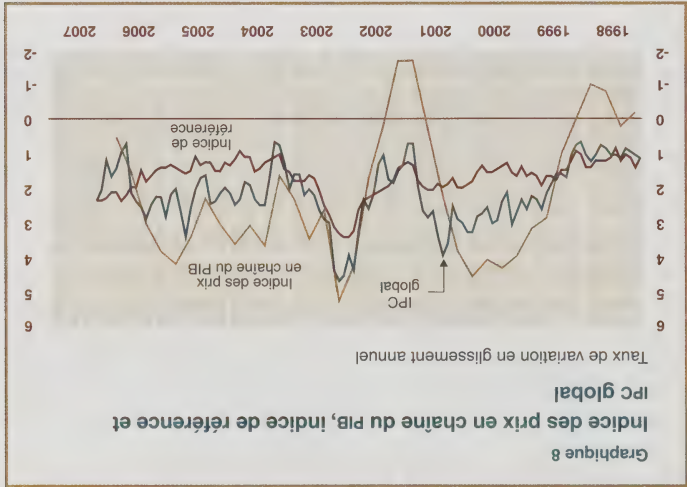
Face au dynamisme soutenu de leurs économies, plusieurs banques centrales, dont celles de l'Angleterre, de l'Union européenne et du Japon, ont continué de relever leurs taux directeurs depuis le début de l'année. Les marchés financiers s'attendent à ce que ces institutions resserrent encore leur politique monétaire pendant le reste de 2007 et au début de 2008.

Au premier trimestre de 2007, le cours du dollar canadien a évolué à l'intérieur de la fourchette d'environ 84,5 à 87,5 cents E.-U. supposée dans la projection dont faisait état la Mise à jour de janvier (Graphique 11). Il dépasse toutefois cette fourchette depuis le début d'avril, et ce, en raison de plusieurs facteurs, dont le renchérissement des produits de base et la publication de données économiques relativement plus favorables au Canada qu'aux États-Unis.

... tout comme le cours
du pétrole brut.

Le prix du baril de pétrole brut léger (West Texas Intermediate), qui se situait à quelque 53 dollars E.-U. au moment de la publication de la *Mise à jour* de janvier, s'est chiffré en moyenne à 63 dollars E.-U. durant la période de dix jours qui s'est terminée le 20 avril 2007. Ce renchérissement est principalement dû à la reprise de la demande en Amérique du Nord, par suite du retour de conditions climatiques hivernales plus proches de la normale, ainsi qu'à une légère hausse de l'incertitude géopolitique. Les prix du gaz naturel ont aussi un peu monté par rapport à leur niveau de janvier.

Ce récent relèvement des cours de la plupart des produits de base devrait donner lieu à une amélioration des termes de l'échange du Canada tôt en 2007 et donc à une expansion un peu plus vive du PIB nominal. Cette progression plus rapide du revenu nominal devrait contribuer à son tour à stimuler la hausse des bénéfices des sociétés et des revenus des administrations publiques à court terme.



La croissance de la demande mondiale de produits de base continue d'être soutenue par la vitalité de l'économie du globe, particulièrement des économies de marché émergentes, à commencer par la Chine et l'Inde. Ce dynamisme, combiné aux retards qu'ont accusés plusieurs projets d'envergure visant à accroître l'offre sur le marché, a entraîné d'autres augmentations des cours mondiaux de nombreux produits de base non énergétiques depuis la parution de la *Mise à jour* de janvier (Graphique 9).

Les prix des produits de base non énergétiques continuent d'augmenter depuis la mi-janvier...

Compte tenu des très faibles gains de productivité observés, l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre au quatrième trimestre de 2006 a été de 2,7 % en glissement annuel. Les hausses récentes des salaires se situant entre 2 1/4 et 3 % et le rythme tendanciel de progression de la productivité étant estimé à environ 1 % en 2006, le taux d'accroissement sous-jacent des coûts unitaires de main-d'œuvre semble avoir été moindre, soit tout juste inférieur à 2 %.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction est d'avis que, dans l'ensemble, l'économie tournait à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel au premier trimestre de 2007.

Les prix des produits de base et des extrants et les termes de l'échange

Les termes de l'échange du Canada ont connu une autre réduction pendant la seconde moitié de 2006, à cause du léger recul des produits de base énergétiques après le milieu de l'année (Graphique 7). Par conséquent, le taux de variation sur quatre trimestres de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) est passé de 3,0 % au deuxième trimestre de 2006 à 0,5 % au quatrième trimestre (8). Le ralentissement de la croissance annuelle du PIB nominal s'est donc accentué, celui-ci n'ayant augmenté que de 2,8 % pendant l'année achevée au dernier trimestre de 2006.

Graphique 7
Termes de l'échange

Rapport entre le prix des exportations et celui des importations (1997 = 100)



Le Conseil de direction considère que l'économie tournait à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel au premier trimestre de 2007.

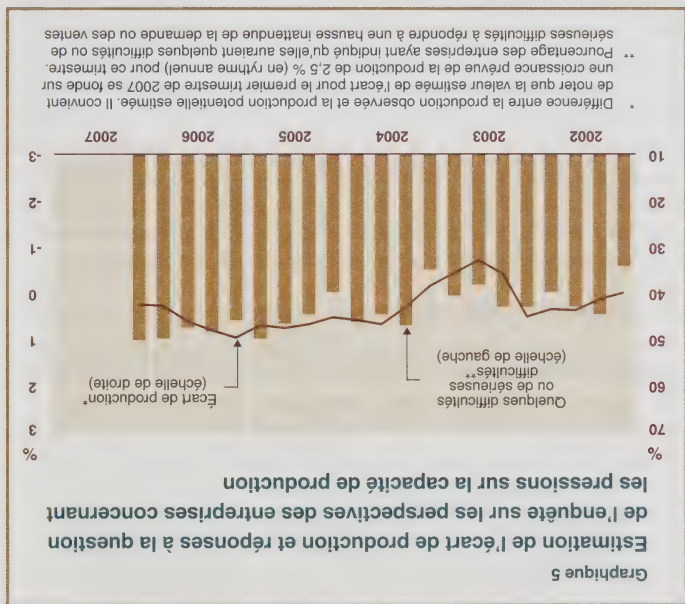


Cependant, d'autres indicateurs laissent entrevoir un équilibre de l'offre et de la demande, voire un léger surplus de l'offre. D'après les résultats de l'enquête de la Banque parus ce printemps, la proportion des firmes signalant des pénuries de main-d'œuvre demeure autour de la moyenne historique, en dépit d'une certaine progression par rapport à l'enquête précédente. Le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publié par Statistique Canada fait état de pressions inférieures à la moyenne sur l'appareil de production à compter du quatrième trimestre de 2006.

Le taux d'augmentation global sous-jacent des salaires (selon la variation sur douze mois du salaire horaire moyen des employés permanents tirée des données de l'Enquête sur la population active que publie Statistique Canada) a chuté et se situe entre 2 1/4 et 3 % depuis le troisième trimestre de 2006 (Graphique 6). De même, le rythme de croissance sur un an d'un autre indicateur de l'évolution des salaires – soit la rémunération horaire établie selon les comptes de la productivité de Statistique Canada – a aussi faibli pour s'établir tout juste au-dessus de 3 % au quatrième trimestre de 2006 (Graphique 4)⁶.

6. La réduction marquée des augmentations salariales annuelles moyennes consenties aux employés syndiqués du secteur privé au quatrième trimestre de 2006 est principalement due aux accords négociés dans le secteur du commerce de détail.

31 dernières années, tandis que le taux de chômage, en février et en mars, atteignait son minimum pour la même période. Selon la mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production, et qui est caractérisée par un fort degré d'incertitude, l'économie tournait à une cadence dépassant d'environ 0,2 % sa capacité au premier trimestre de 2007 (Graphique 5), soit à un régime légèrement supérieur aux prévisions annoncées dans la *Mise à jour de janvier*.



5. Cette variation est due à la légère révision à la baisse de la mesure dont la Banque se sert habituellement pour établir la capacité de production, de sorte que le taux estimé de la production potentielle, au dernier trimestre de 2006, est inférieur d'environ 0,1 % à l'estimation précédente. Comme on l'a signalé à la section précédente, ce rajustement à la baisse du niveau estimé de la capacité de l'économie découle de la faiblesse persistante de la croissance de la productivité du travail, qui n'a pas été entièrement compensée par le dynamisme observé du facteur travail.



L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Plusieurs indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production donnent encore à penser que la demande au sein de l'économie est légèrement excédentaire. D'après l'information recueillie par les bureaux régionaux de la Banque dans le cadre de l'enquête sur les perspectives des entreprises du printemps, la proportion de firmes ayant signalé qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande reste au-dessus de la moyenne (Graphique 5). Le ratio de l'emploi à la population, en mars 2007, était à son plus haut niveau des

Pour établir l'évolution de la capacité de production, la Banque analyse les variations de l'offre de main-d'œuvre et de la productivité du travail en les scindant selon leurs composantes tendancielles et cycliques. En se fondant sur ses mesures économétriques habituelles, la Banque estime actuellement que le taux d'accroissement moyen de la production potentielle s'est élevé à 2,6 % pour la période de 2004 à 2006, soit légèrement en deçà du taux de 2,8 à 3 % qui avait été prévu dans les projections de croissance de la production potentielle au cours de cette période. Ce ralentissement du rythme de progression de la production potentielle ces dernières années est pour une bonne part lié à la faiblesse de l'expansion de la productivité du travail, qui a neutralisé ample-ment la hausse plus importante qu'escompté du facteur travail.

On estime maintenant à 2,6 % le rythme d'expansion moyen de la production potentielle pour la période de 2004 à 2006.

Selon certains indicateurs, la demande au sein de l'économie est légèrement excédentaire...

L'offre globale

Au cours des dernières années, la croissance de la production a été essentiellement alimentée par la hausse du facteur travail (mesurée en fonction du nombre d'heures travaillées), plutôt que par les gains de productivité du travail. De 2004 à 2006, l'augmentation moyenne des heures travaillées dans le secteur des entreprises s'est chiffrée annuellement aux alentours de 1,8 %, soit largement au-delà des attentes. Ce résultat s'explique en majeure partie par l'élargissement de la population en âge de travailler. Au quatrième trimestre de 2006, le nombre d'heures travaillées a encore progressé sensiblement, son taux d'expansion annualisé s'étant chiffré à 1,8 %.

La productivité du travail dans le secteur des entreprises s'est accrue à un rythme annuel moyen de l'ordre de 1,2 % pendant la période de 2004 à 2006, ce qui représente une diminution comparative au taux de 2,3 % enregistré entre 1996 et 2000. Les nombreux ajustements structurels entamés au sein de l'économie canadienne pour faire face à la concurrence mondiale grandissante et à la demande accrue de produits de base, laquelle a fait bondir les prix de ces produits et la valeur du dollar canadien pondérée en fonction des échanges commerciaux, pourraient avoir joué un rôle dans le ralentissement de la croissance et le capital migrent vers les secteurs particuliers, la main-d'œuvre et le capital migrent vers les secteurs de l'exploitation des matières premières ainsi que des biens et services non échangeables. Durant la période de transition, on peut raisonnablement s'attendre à ce que le capital et la main-d'œuvre soient un peu moins productifs. Par ailleurs, le redressement des cours des matières premières stimule la production de ressources dont l'extraction est plus difficile et coûteuse, ce qui bride la productivité dans ces secteurs.

La croissance de la productivité a été particulièrement lente au second semestre de 2006, la productivité mesurée ayant enregistré un gain de seulement 0,4 % au quatrième trimestre rapport à l'année précédente (Graphique 4). Outre les facteurs mentionnés ci-dessus, cette faiblesse serait également en partie attribuable à des facteurs cycliques, notamment la correction des stocks et la léthargie plus généralisée qui sévit dans le secteur manufacturier. De plus, la productivité du secteur des services demeure inférieure aux attentes. Somme toute, l'atonie de la productivité globale reste difficile à expliquer, surtout à la lumière de la vigueur récente des investissements.

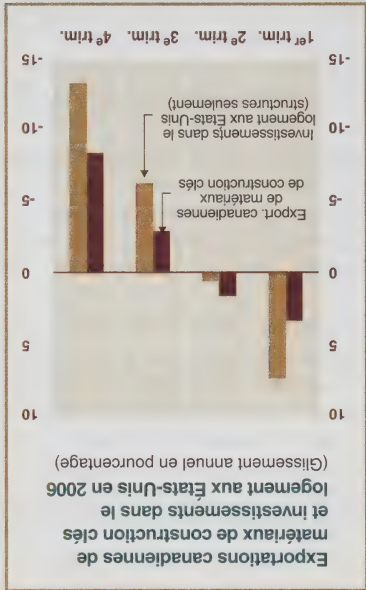
La croissance du facteur travail a dépassé les attentes...

... alors que la hausse de la productivité du travail a été plus faible que prévu.

Note technique 1
L'évolution du secteur du logement aux États-Unis et son incidence sur le Canada

Après plusieurs années de croissance rapide des ventes, de forte hausse des prix et d'essor de la construction, le secteur du logement aux États-Unis a amorcé une contraction en 2006. La baisse des ventes de maisons neuves et existantes survenue en début d'année a provoqué un brusque gonflement des stocks d'unités invendues. Par conséquent, les constructeurs ont freiné les mises en chantier, ce qui s'est traduit par une chute de 13 % des investissements réels dans la construction résidentielle au cours des quatre trimestres de 2006. Les données récentes laissent entrevoir une nouvelle réduction de ces investissements. Dans son scénario de référence, la Banque prévoit un recul supplémentaire de 12 % en 2007, qui sera concentré aux deux premiers trimestres. Elle s'attend toutefois à ce que le stock de maisons neuves invendues retourne à sa moyenne de long terme au premier semestre de 2008 et à ce que les mises en chantier se redressent par la suite.

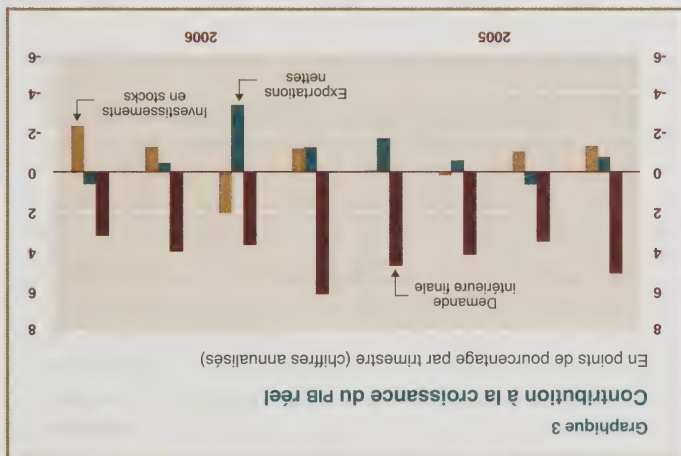
Les exportations canadiennes – en particulier celles de produits du bois – ont souffert de la baisse des investissements dans le logement observée aux États-Unis en 2006, car les matériaux de construction qu'on y utilise ont une teneur canadienne très élevée par rapport aux autres biens. Cependant, il ne faut pas oublier l'incidence qu'ont pu aussi avoir les variations de la compétitivité relative du Canada, les mouvements des prix et des stocks et certains facteurs propres au secteur du bâtiment, dont l'accord sur le bois d'œuvre conclu en octobre 2006. Malgré le haut degré d'incertitude lié à ces facteurs, entre autres, les analyses de la Banque portent à croire que la diminution anticipée de 12 %, en 2007, des investissements dans le secteur résidentiel américain pourrait entraîner une nouvelle chute de quelque 13 % en glissement annuel du volume des exportations canadiennes de produits de construction, d'ici le quatrième trimestre. Pareil recul retarderait environ 0,3 point de pourcentage à la croissance du PIB réel du Canada en 2007. Si le repli dans le secteur du logement influe de manière significative sur les dépenses de consommation aux États-Unis, d'autres produits d'exportation seront également touchés, et l'effet sur le PIB canadien sera plus marqué.



Exportations canadiennes de matériaux de construction clés au 4 ^e trimestre de 2006		(En dollars de 1997)	
Contribution à la croissance des matériaux de construction clés (en points de pourcentage)	Glissement annuel en pourcentage	Produits du bois	Autres
		-17,2	-1,1
		-7,6	-0,6
			-0,1
			-2,7
			-0,6
			0,2
Total		-8,2	

1. Un autre facteur à surveiller est la montée récente des taux d'arriérés et de défaillance sur les prêts hypothécaires à risque aux États-Unis, ainsi que l'augmentation du nombre des mises en vente qui en résultera. Bien que les répercussions macroéconomiques de ce facteur semblent limitées pour l'instant, les bailleurs de fonds pourraient décider de resserrer l'accès aux prêts hypothécaires, ce qui risquerait de nuire à la reprise du marché du logement.

2. La mesure des exportations canadiennes de matériaux de construction clés englobe des composantes très sensibles à l'évolution des investissements dans le secteur résidentiel aux États-Unis, mais aussi des produits pouvant être utilisés dans d'autres secteurs de l'économie américaine ou mondiale.



conditions de financement favorables. Sous l'effet de la vive montée de l'emploi, le revenu disponible réel des particuliers a poursuivi sa progression – tout comme, par ailleurs, l'avoir net des ménages et les crédits aux ménages –, ce qui a contribué à soutenir la vigueur des dépenses de consommation. À l'inverse, le taux d'accroissement des dépenses publiques en biens et services a considérablement diminué. Pour sa part, la construction résidentielle a reculé comme prévu.

La baisse de régime de l'économie américaine a continué de peser sur l'activité au Canada. En particulier, le faible niveau des ventes de véhicules automobiles aux États-Unis a entraîné d'importantes réductions de production au sein de l'industrie canadienne. Par conséquent, les investissements en stocks dans les secteurs de l'économie canadienne liés à l'automobile se sont nettement contractés, surtout au quatrième trimestre de 2006. En outre, la poursuite du repli marqué des investissements dans le secteur résidentiel aux États-Unis a donné lieu à une baisse des exportations canadiennes de bois d'œuvre et, dans une moindre mesure, d'autres matériaux de construction (voir la note technique 1).

Malgré tout, les exportations totales du Canada se sont redressées au second semestre de 2006. Celles de machines et de matériel, de métaux et de minéraux ainsi que de produits de l'agriculture et de la pêche se sont toutes fortement améliorées après le milieu de l'an dernier. Parallèlement, après s'être encore vivement accrues au troisième trimestre de 2006, les importations ont fléchi vers la fin de l'année et au début de 2007, en partie sous l'effet de la contraction des investissements en stocks des entreprises canadiennes.

Les investissements en stocks dans les secteurs de l'économie canadienne liés à l'automobile se sont considérablement contractés...

... tandis que les exportations se sont redressées au second semestre de 2006.



Les facteurs qui influent sur l'inflation

La croissance du PIB réel du Canada a fléchi quelque peu au second semestre de 2006, s'établissant à 2,0 % au troisième trimestre et à 1,4 % au trimestre suivant. Le chiffre du quatrième trimestre approchait de très près l'estimation de 1,5 % indiquée dans la *Mise à jour* de janvier⁴, le repli des investissements en stocks ayant donné un coup de frein à l'activité (Graphique 3). La correction des stocks paraît s'être largement achevée à la fin de 2006. D'après les données disponibles actuellement, le PIB réel aurait augmenté d'environ 2,5 % au premier trimestre de 2007, ce qui avoisine la cadence de 2,4 % envisagée en janvier.

cadence de 2,4 % envisagée en janvier.

Bien que son rythme de croissance ait ralenti depuis le milieu de 2006 par rapport au solide taux enregistré durant les six premiers mois, la demande intérieure finale est demeurée le principal moteur de l'expansion du PIB. Les entreprises ont encore fortement haussé leurs dépenses d'investissement, grâce à la rentabilité globale relativement élevée qu'elles affichent, aux reculs précédents des prix des machines et du matériel importés ainsi qu'au maintien de

4. Le niveau du PIB réel dépassait quelque peu les projections en raison d'une légère révision à la hausse des chiffres de la croissance au troisième trimestre.

légère diminution de la pression à la baisse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence découlant de la réduction des prix de nombreux biens à forte teneur en importations (tels que les vêtements et les biens durables autres que les automobiles).

Au premier trimestre de 2007, le taux d'accroissement sur douze mois des prix des logements a baissé un peu plus qu'on ne l'avait envisagé au moment de la parution de la *Mise à jour* de janvier. Cependant, ce mouvement a été plus que compensé par le renchérissement supérieur aux attentes de plusieurs autres composantes de l'indice de référence. En particulier, le bond récent des cours des céréales et des oléagineux, causé en partie par l'ascension persistante de la demande de biocarburants, a fait augmenter les prix des aliments inclus dans cet indice. Les prix des vêtements importés, des biens durables autres que les automobiles et des services hors logement qui composent l'indice de référence ont aussi connu des hausses plus importantes qu'escompté.

Le taux d'augmentation plus élevé que prévu de l'IPC global au premier trimestre de 2007 s'explique à la fois par le fait que l'inflation mesurée par l'indice de référence a dépassé les projections et par la montée des prix de certaines des composantes plus volatiles. Les prix des fruits et des légumes ont grimpé de manière inattendue à la suite de la baisse de l'offre en Amérique du Nord occasionnée par les conditions météorologiques. L'essence s'est vendue plus cher que projeté, notamment en raison des interruptions provisoires de production chez les raffineurs de pétrole, mais aussi du relèvement des cours du brut.

Les autres mesures de l'inflation tendancielle que suit la Banque ont également dépassé 2 %, une fois écarté l'effet des variations des impôts indirects (Graphique 23).

Les principaux indicateurs des attentes d'inflation à moyen et à long terme demeurent aux alentours de 2 %. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus ce printemps, 88 % des firmes sondées estiment que la hausse de l'IPC se maintiendra à l'intérieur d'une fourchette de 1 à 3 %, en moyenne, durant les deux prochaines années. Étant donné la baisse temporaire de l'inflation mesurée par l'IPC qu'a entraînée la réduction de la TPS, le taux d'accroissement moyen de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2007 s'inscrit légèrement en dessous de 2 %, tandis que les taux prévus à long terme restent très près de 2 %.

3. À noter que la mesure IPC est influencée par les modifications de la TPS et des autres impôts indirects. Exclure cet effet ferait passer le taux de variation d'ICP au-dessus de 2 %.

Outre la hausse plus forte que prévu des prix de plusieurs composantes de l'indice de référence...

inattendue.

... les prix de composantes plus volatiles ont augmenté de façon

L'inflation fondamentale se situe légèrement au-dessus de 2 %.

Les principaux indicateurs des attentes d'inflation à moyen et à long terme restent très près de 2 %.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

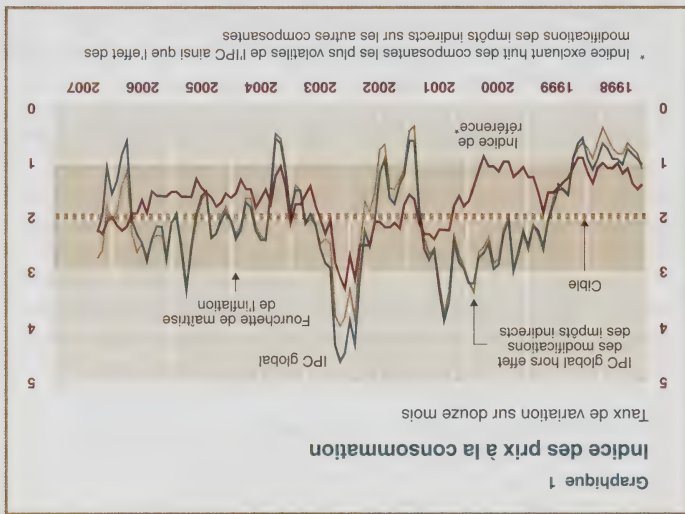
L'inflation et la cible de 2 %

Le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global a été supérieur au chiffre avancé dans la *Mise à jour* de janvier, passant de 1,3 % au dernier trimestre de 2006 à 1,9 % au premier trimestre de 2007. Si l'on exclut l'incidence des variations des impôts indirects, le rythme d'accroissement de cet indice se situait à 2,4 % au premier trimestre. Pour sa part, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est inscrite en hausse et s'est établie à 2,3 % au cours de la même période (Graphique 1), soit un niveau également un peu plus élevé que prévu¹.

L'inflation mesurée par l'indice de référence monte depuis le printemps de 2006. Les pressions sur la capacité résultant de la forte demande intérieure ont contribué à accentuer les pressions inflationnistes, notamment sur les prix de composantes comme les services liés au logement et, dans une moindre mesure, des services autres que ceux liés au logement². En outre, on a observé une

L'inflation mesurée par l'IPC est montée à 1,9 % au premier trimestre de 2007...

... taux qui était supérieur aux prévisions.



1. L'indice de référence exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

2. Il convient de souligner qu'on ne tient pas compte de l'effet des modifications des impôts indirects dans l'analyse des variations des composantes de l'indice de référence.

pressions sur la capacité pourraient être plus fortes et durer plus longtemps que ce à quoi on s'attend actuellement. La robustesse de la croissance des crédits aux ménages et de la monnaie au sens large laisse encore voir un risque à la hausse. En outre, la pression à la baisse exercée sur l'inflation par les prix des biens importés pourrait s'atténuer plus rapidement qu'on ne l'anticipe, et les prix mondiaux des aliments et de l'énergie pourraient intensifier les pressions à la hausse sur l'inflation.

Le risque à la baisse lié à la projection de la Banque en matière d'inflation tient toujours à la possibilité d'un ralentissement de l'économie américaine plus prononcé que celui qui est déjà incorporé au scénario de référence de l'institution.

La Banque considère encore que les risques qui entourent sa projection au sujet de l'inflation sont relativement équilibrés, quoique les risques à la hausse soient désormais légèrement prépondérants.

La Banque a laissé son taux directeur inchangé à 4,25 % le 6 mars et le 24 avril. Elle juge, à l'heure actuelle, que le taux cible du financement à un jour se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation à moyen terme.

1. VUE D'ENSEMBLE

L'évolution de la croissance économique au Canada concorde pour l'essentiel avec les prévisions présentées dans la *Mise à jour* de janvier du *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque. Cependant, l'inflation a été plus élevée qu'escompté parce que les pressions qui se sont exercées sur la capacité de production au cours de la dernière année ont été plus vives qu'on ne l'avait jugé et que l'augmentation récente des prix des aliments et de l'essence a dépassé les projections. Après avoir examiné l'éventail complet des indicateurs, la Banque considère maintenant que l'économie canadienne tournera à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel au premier trimestre de cette année.

La forte demande intérieure continue de soutenir la progression de l'économie canadienne, et l'on a aussi observé une expansion supérieure aux prévisions en dehors de l'Amérique du Nord, qui a poussé la demande et les prix de nombreux produits de base à la hausse. Toutefois, la baisse de régime aux États-Unis a eu pour effet de modérer la croissance au Canada.

Au cours de la période de projection, la demande intérieure devrait demeurer vigoureuse, quoique dans une moindre mesure que ces dernières années. Comme on s'attend maintenant à ce que le ralentissement de l'activité aux États-Unis dure un peu plus longtemps qu'on ne l'avait d'abord envisagé, les exportations nettes devraient brider la croissance de façon légèrement accrue en 2007. Somme toute, la Banque estime que l'économie canadienne croîtra moins rapidement que la production potentielle en 2007 et au même rythme que celle-ci tout au long de 2008 et de 2009.

Si, comme on le prévoit, la demande excédentaire au sein de l'économie se résorbe au second semestre de l'année et que les pressions sur les prix des logements continuent de s'atténuer, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait descendre à 2 % d'ici la fin de 2007 et s'y maintenir au cours de la période de projection. Si l'évolution des prix de l'énergie se révèle conforme aux cours actuels des contrats à terme, l'inflation mesurée par l'indice global des prix à la consommation devrait s'établir, en moyenne, tout juste au-dessous de 2 % au deuxième trimestre de 2007 avant de passer au-dessus de la cible de 2 % et de culminer sous les 3 % vers la fin de l'année. Elle devrait ensuite redescendre à la cible d'ici le milieu de 2008.

Le risque à la hausse entourant la projection de la Banque relative à l'inflation est lié au fait que la vigueur affichée récemment par cette dernière pourrait être plus persistante que prévu. Les

TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble	5
2. L'évolution récente de l'inflation.....	7
L'inflation et la cible de 2 %.....	7
Les facteurs qui influent sur l'inflation	9
La demande globale	9
L'offre globale	12
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie	13
Les prix des produits de base et des extrants et les termes de l'échange ..	16
3. L'évolution financière	19
Les taux directeurs et les taux de change.....	19
Les conditions du crédit et d'autres aspects de l'évolution financière	21
4. Les perspectives.....	24
La conjoncture internationale	24
La demande et l'offre globales au Canada ..	27
Les perspectives en matière d'inflation	32
Les risques pesant sur les perspectives	33
Notes techniques	
1. L'évolution du secteur du logement aux États-Unis et son incidence sur le Canada	11
2. L'évolution des prêts garantis par la valeur nette des propriétés au Canada	22
3. L'estimation du taux de croissance tendanciel du facteur travail	30

Au début des années 1990, la Banque a décidé de réaliser la stabilité des prix en ciblant directement l'inflation. [...] Ce régime de cibles d'inflation a si bien fonctionné qu'il a été reconduit à quatre reprises, plus récemment vers la fin de 2006. C'est pourquoi nous continuerons à viser le maintien de l'inflation à 2 % [...] au cours des cinq prochaines années.

David Dodge

*Gouverneur, Banque du Canada
8 mars 2007*

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Avril 2007 —

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth et Tiff Macklem.*

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi, c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour impacter la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incl-
dence qu'à une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un *indice de référence* qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

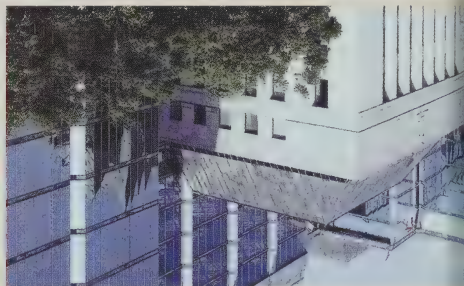
* Voir à ce sujet la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », le communiqué émis le 23 novembre 2006 et la note d'information publiée le même jour. Ces trois documents sont repro-
duits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2007





BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

A1
J73
56

Monetary Policy Report Summary

April 2007



Government
Publications

This is a summary of the Monetary Policy Report of the Governing Council of the Bank of Canada. The Report is based on information received up to the fixed announcement date on 24 April 2007.

Overview

Growth of the Canadian economy has been essentially in line with the expectations set out in the Bank's January *Monetary Policy Report Update*. But inflation has been higher than expected because pressures on capacity over the past year have been stronger than previously judged, and the prices of food and gasoline have recently risen more than expected. After considering the full range of indicators, the Bank now judges that the Canadian economy was operating just above its production capacity in the first quarter of this year.

Robust domestic demand continues to support Canada's economic growth, and there has also been stronger-than-expected growth outside North America, which has led to rising demand for, and prices of, many commodities. However, the slowing U.S. economy has had a moderating effect on economic growth in Canada.

Over the projection horizon, domestic demand should remain robust, although not as strong as in recent years. With the U.S. slowdown now expected to be somewhat more prolonged than previously projected, net exports should exert a slightly greater drag on growth in 2007. All told, the Canadian economy is expected to expand at a rate slower than potential through 2007, and in line with potential through 2008 and 2009.

With the excess demand in the economy expected to disappear in the second half of this year, and with pressures on housing prices expected to continue to ease, core inflation is projected to decline to 2 per cent by the end of

2007 and remain there through the projection period. If energy prices evolve in line with those currently reflected in futures markets, total inflation should average just below 2 per cent in the second quarter of 2007 before moving above the 2 per cent target and peaking below 3 per cent near the end of 2007. Total inflation should then return to target by mid-2008.

Highlights

- Inflation in Canada has been higher than expected, largely because pressures on capacity have been stronger over the past year than previously judged.
- The Canadian economy is projected to grow by 2.2 per cent in 2007 and 2.7 per cent in 2008 and 2009. The level of output in the economy is projected to return to potential in the second half of 2007.
- Total CPI inflation is projected to return to the 2 per cent target by the middle of 2008, and core inflation is projected to return to 2 per cent by the end of 2007.
- The Bank continues to judge that the risks to its inflation projection are roughly balanced, although there is now a slight tilt to the upside.
- The current level of the target for the overnight rate is judged, at this time, to be consistent with achieving the inflation target over the medium term.

The upside risk to the Bank's inflation projection is that the recent strength of inflation could be more persistent than projected. Pressures on capacity could be greater and more prolonged than currently judged. The strong growth in household credit and broad money continues to point to this upside risk. As well, the downward pressure on inflation from the prices of imported goods could diminish more quickly than expected, and global food and energy prices could put more upward pressure on inflation.

The downside risk to inflation continues to come from the possibility of a slowdown in the U.S. economy that is more pronounced than that already incorporated in the Bank's base-case projection.

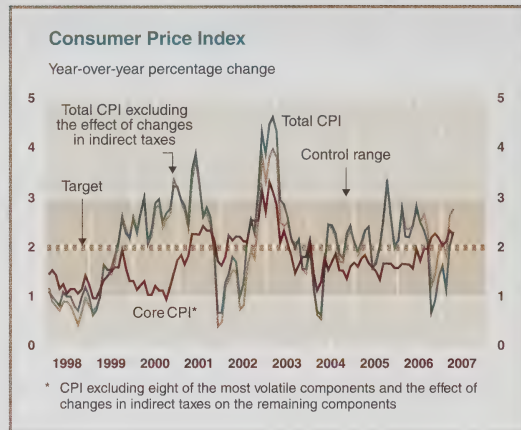
The Bank continues to judge that the risks to its inflation projection are roughly balanced, although there is now a slight tilt to the upside.

The Bank left its key policy interest rate unchanged at 4.25 per cent on 6 March and 24 April. The current level of the target for the overnight rate is judged, at this time, to be consistent with achieving the inflation target over the medium term.

Recent Developments

The annual rate of increase for the total consumer price index rose from 1.3 per cent in the fourth quarter of 2006 to 1.9 per cent in the first quarter of this year. Without the July 2006 reduction in the GST, and the effect of other changes in indirect taxes, total CPI inflation would have been 2.4 per cent in the first quarter. Core inflation was 2.3 per cent in the first quarter. Both core and total inflation were somewhat higher than had been expected.

A number of factors have put upward pressure on both measures of inflation in recent months. In particular, capacity pressures have contributed to upward pressure on core inflation, especially for services. Core food prices have also been higher than expected, partly reflecting the rapid pass-through of higher prices for grains and oilseeds. As well, the downward pressure on inflation coming from lower prices for imported goods has lessened somewhat. Partly offsetting these factors was some easing in the rate of increase of



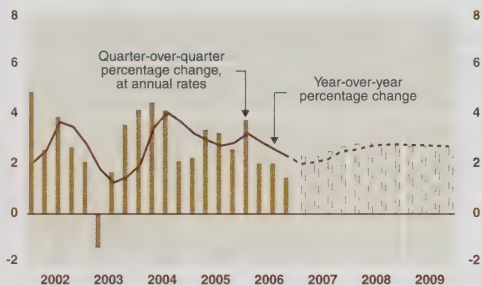
housing prices. The higher rate of total inflation reflects these same factors, together with strong prices for fruit and vegetables, and higher-than-expected gasoline prices that stem from both temporary refining disruptions and higher prices for crude oil.

Growth in the Canadian economy slowed modestly in the second half of 2006. In the fourth quarter, real GDP growth fell to 1.4 per cent at annual rates, owing partly to a sharp correction in inventories. But currently available information suggests that real GDP grew by about 2.5 per cent in the first quarter of 2007.

Since the middle of 2006, final domestic demand has remained the main driver of growth, supported by robust employment growth, gains in real personal disposable income, and additional gains in household net worth and credit. Strong capital spending by businesses also contributed to domestic demand. However, spending by governments slowed, as did spending on residential construction. Canadian exports recovered, led by exports of machinery and equipment and some primary commodities. This occurred despite weak U.S. demand for automobiles and building materials.

Several indicators suggest that the Canadian economy has been operating slightly above its production potential in recent months. These include very high levels of employment, core inflation remaining slightly above 2 per cent, and responses to questions

Real Gross Domestic Product for Canada*



* The broken line and bars indicate the base-case projection.

in the Bank's *Business Outlook Survey* about firms' ability to meet unanticipated increases in demand. In addition, with historical revisions to data, the Bank's conventional measure of the output gap indicates that the economy was operating 0.2 per cent above its production potential in the first quarter of 2007. But some indicators suggest that the economy was operating either in balance or with a slight amount of excess supply. These include responses by firms to questions in the Bank's *Survey* about labour shortages, as well as capacity utilization data, and the relatively modest pace of wage increases. All told, the Bank judges that the economy was operating just above its production capacity in the first quarter of 2007.

With strong growth in the global economy and delays in some projects that were designed to increase supply, the prices of many commodities have increased. Prices for non-energy commodities have been particularly strong since January, while crude oil prices rose in response to stronger demand and the return of normal weather patterns in North America, as well as renewed geopolitical uncertainty. While Canada's terms of trade deteriorated somewhat in the second half of 2006, the recent strength of commodity prices implies an improvement in the terms of trade and a pickup in nominal GDP growth in early 2007, which should support corporate profits and government revenues in the near term.

Prospects for Growth and Inflation

The Bank's base-case economic projection has been developed using a number of assumptions, including a slow and orderly resolution of global imbalances predicated on further appropriate policy measures being taken internationally. The evolution of energy prices is assumed to conform with prices in energy futures markets, and the Canadian dollar is assumed to remain in the range of 86.5 to 89.5 cents U.S. seen since early April.

The global economy has continued to outperform expectations, with slowing U.S. growth more than offset by stronger-than-expected growth overseas.

The U.S. economy is now expected to slow slightly more than previously expected, owing primarily to a more prolonged slowdown in the housing sector and weaker business investment. Growth should slow to 2.1 per cent in 2007 from 3.3 per cent last year, before recovering to 2.8 per cent next year and to 3.1 per cent in 2009.

Growth in the overseas economies is projected to be slightly stronger than previously expected. As global capacity is absorbed, however, growth in the world economy is projected to moderate somewhat from 5.3 per cent in 2006 to 4.8 per cent this year and next, and to 4.6 per cent in 2009.

In Canada, domestic demand should continue to be the main driver of economic growth, but to be less vigorous than in recent years. Strong gains in consumer spending are expected to continue, supported by further increases in real disposable income and household net worth. Housing investment should decline slightly in 2007 and 2008 and then steady out in 2009. The Bank assumes that the government sector will run balanced budgets. Business investment should remain strong, underpinned by near-term capacity pressures, a strong outlook for global growth, high commodity prices, accommodative financial conditions, and strong profit levels and balance sheets. With the continuing weakness in U.S. demand, net exports should exert a slightly greater drag on growth in 2007 than previously

projected, although this effect should diminish over the course of the year.

Overall, the Bank projects that real GDP growth in Canada will average just below 2 1/2 per cent in the first half of 2007 and just above 2 1/2 per cent in the second half. Annual average growth in 2007 is therefore projected to be 2.2 per cent. With the economy operating just above its production capacity in the first quarter, this growth profile implies that the economy would move back to its production capacity in the second half of 2007.

In both 2008 and 2009, annual average growth is projected to be 2.7 per cent. This would keep the economy operating at its production capacity for the remainder of the projection period. The Bank assumes the growth rate of potential will be 2.8 per cent in 2007 and 2008, and 2.7 per cent in 2009, with trend labour input assumed to decline in 2009 as demographic changes affect the workforce.

Core inflation should remain slightly above 2 per cent over the coming months, given pressures on capacity and the impact of higher core food prices. But with the economy projected to return to its production capacity in the second half, and with further easing of pressures from housing prices, upward pressure on core inflation is expected to moderate. At the same time, downward pressure on core inflation from lower import prices is also expected to diminish. Overall, core inflation is projected to return to 2 per cent by the end of 2007 and to remain there through the projection period.

Total inflation is projected to average just under 2 per cent in the second quarter of this year. Based on the higher near-term track for core inflation and the prices currently

embedded in energy futures markets, and with the direct impact on inflation of the GST reduction ending in July, total inflation is then projected to move above the 2 per cent target, peaking below 3 per cent near the end of 2007, before returning to target by mid-2008.

Summary of the Base-Case Projection*

	2006	2007			2008	2009
	Q4	Q1	Q2	H2		
Real GDP (quarterly growth or quarterly growth at annual rates)**	1.4 (1.5)	2.5 (2.4)	2.3 (2.6)	2.6 (2.8)	2.8 (2.9)	2.7
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.3 (2.3)	2.0 (1.9)	2.1 (2.1)	2.4 (2.5)	2.7 (2.8)	2.7
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.2 (2.2)	2.3 (2.1)	2.2 (2.0)	2.1 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0
Total CPI (year-over-year percentage change)	1.3 (1.3)	1.9 (1.2)	1.9 (1.0)	2.6 (1.7)	2.1 (2.0)	2.0
Total CPI (excluding the effect of changes in indirect taxes) (year-over-year percentage change)	1.8 (1.8)	2.4 (1.7)	2.4 (1.5)	2.6 (1.7)	2.1 (2.0)	2.0
WTI *** (level)	60 (60)	58 (56)	64 (58)	68 (61)	70 (63)	70

* Figures in parentheses are from the January *Monetary Policy Report Update*.

** For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.

*** Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 20 April 2007

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: 613 782-8248; toll free in North America: 1 877 782-8248;
email: publications@bankofcanada.ca; or visit our website: www.bankofcanada.ca

Bank of Canada Regional Offices

Atlantic Provinces

1583 Hollis Street, 5th Floor
Halifax, Nova Scotia B3J 1V4
David Amirault, *Senior Regional Representative (Economics)*
Monique LeBlanc, *Senior Regional Representative (Currency)*

Quebec

1501 McGill College Avenue,
Suite 2030
Montréal, Quebec H3A 3M8
Thérèse Laflèche, *Senior Regional Representative (Economics)*
Phuong Anh Ho Huu, *Senior Regional Representative (Currency)*

Ontario

150 King Street West, 20th Floor,
Suite 2000
Toronto, Ontario M5H 1J9
Hung-Hay Lau, *Senior Regional Representative (Economics)*
Paul de Swart, *Senior Regional Representative (Currency)*

Prairie Provinces, Nunavut, and Northwest Territories

404 – 6th Avenue SW, Suite 200
Calgary, Alberta T2P 0R9
Mark Illing, *Senior Regional Representative (Economics)*
Ted Mieszkalski, *Senior Regional Representative (Currency)*

British Columbia and Yukon

200 Granville Street, Suite 2710
Vancouver, British Columbia V6C 1S4
Farid Novin, *Senior Regional Representative (Economics)*
Trevor Frers, *Senior Regional Representative (Currency)*

New York Office

Canadian Consulate General
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020-1175
U.S.A.
Zahir Lalani, *Consul and Senior Representative for the Bank of Canada*

For Further Information about the Bank of Canada

Publications

Monetary Policy Report and Update

A detailed summary of the Bank's policies and strategies, as well as a look at the current economic climate and its implications for inflation. The *Report* is published in April and October; the *Update* is published in January and July. Without charge.

Business Outlook Survey

Published quarterly. Without charge.

Financial System Review

Brings together the Bank's research, analyses, and judgments on various issues and developments concerning the financial system. Published semi-annually. Without charge.

Bank of Canada Review

A quarterly publication that contains economic commentary and feature articles. By subscription.

Bank of Canada Banking and Financial Statistics

A comprehensive package of Canadian data. Published monthly. By subscription.

Weekly Financial Statistics

A 20-page package of banking and money market statistics. By subscription.

For information about these and other publications, contact:

Publications Distribution
234 Wellington Street, Ottawa K1A 0G9
Telephone: 613 782-8248
Toll free in North America: 1 877 782-8248
Fax: 613 782-8874
Email: publications@bankofcanada.ca

Internet

www.bankofcanada.ca

Provides timely access to press releases, speeches by the Governor, most of our major publications, and current financial data.

Public Information

For general information on the role and functions of the Bank, contact our Public Information Office.

Telephone: 1 800 303-1282
Fax: 613 782-7713
Email: info@bankofcanada.ca

For information on unclaimed balances:

Telephone: 1 888 891-6398
Fax: 613 782-7802
Email: ucbalances@bankofcanada.ca

Bureaux régionaux de la Banque du Canada

Provinces de l'Atlantique	Ontario	Colombie-Britannique
1583, rue Hollis, 5 ^e étage	150, rue King Ouest, 20 ^e étage,	et Yukon
Halifax (Nouvelle-Écosse)	bureau 2000	200, rue Granville, bureau 2710
B3J 1V4	Toronto (Ontario)	Vancoover (Colombie-
David Amritault, représentant principal (Analyse économique)	Huang-Hay Lau, représentant principal (Analyse économique)	Britannique) V6C 1S4
Monique LeBlanc, représentante principale (Monnaie)	Paul de Swart, représentant principal (Monnaie)	Trevor Fretz, représentant principal (Analyse économique)
Québec	Provinces des Prairies,	Bureau de New York
1501, avenue McGill College,	Nunavut et Territoires	Consulat général du Canada
bureau 2030	du Nord-Ouest	1251 Avenue of the Americas
Montréal (Québec) H3A 3M8	404 – 6th Avenue SW, Suite 200	New York, NY 10020-1175
Thérèse Lafèche, représentante principale (Analyse économique)	Mark Illing, représentant principal (Analyse économique)	États-Unis
Phuong Anh Ho Huu, représentant principal (Monnaie)	Ted Mieszkalski, représentant principal (Monnaie)	Zahir Lalani, consul et représentant principal de la Banque du Canada

Pour de plus amples renseignements sur la Banque du Canada

Publications

Rapport sur la politique monétaire et Mise à jour
Compte rendu détaillé de la politique et des stratégies de la Banque du Canada et analyse de la conjoncture économique et de son incidence sur l'inflation. Le Rapport paraît en avril et en octobre; la Mise à jour, en janvier et en juillet. Publications gratuites.

Enquête sur les perspectives des entreprises

Publication trimestrielle gratuite

Revue du système financier

Publication semestrielle qui rassemble les recherches, les analyses et les opinions de la Banque du Canada sur diverses questions concernant le système financier. Publication gratuite.

Revue de la Banque du Canada

Publication trimestrielle contenant des commentaires de nature économique et des articles de fond. Sur abonnement.

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada

Recueil complet de données financières se rapportant au Canada. Publication mensuelle. Sur abonnement.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières
Recueil de 20 pages de statistiques sur les banques et le marché monétaire. Sur abonnement.

Information publique

Accès rapide aux communiqués et aux discours du gouverneur, aux principales publications de la Banque ainsi qu'à des données financières à jour

Pour obtenir des renseignements d'ordre général sur le rôle et les fonctions de la Banque, communiquer avec le Service d'information publique :

Téléphone : 1 800 303-1282
Télécopieur : 613 782-7713
Adresse électronique : info@banqueducanada.ca

Internet

publications@banqueducanada.ca

Adresse électronique :

Télécopieur : 613 782-8874
Téléphone : 613 782-8248;
234, rue Wellington, Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Service de la diffusion des publications
publications de la Banque, s'adresser au :

Pour obtenir des renseignements sur les

Adresse électronique : soldesnr@banqueducanada.ca
Télécopieur : 613 782-7802
Téléphone : 1 888 891-6398

Pour se renseigner sur les soldes non réclamés :

fin de 2007 et demeurera à ce niveau tout au long de la période de projection.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se situer, en moyenne, tout juste au-dessous de 2 % au deuxième trimestre de cette année. Compte tenu de la trajectoire plus élevée de l'indice de référence envisagée à court terme et des prix négociés actuellement sur les marchés à terme de l'énergie, et comme l'incidence directe de la baisse de la TPS sur l'inflation cessera de se faire sentir en juillet, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait ensuite passer au-dessus de la cible de 2 % et culminer sous les 3 % vers la fin de 2007, avant de redescendre à la cible d'ici le milieu de 2008.

Résumé des projections selon le scénario de référence*											
	2006	4 ^e trim. 1 ^{er} trim. 2 ^e trim. sem.	PIB réel (taux de croissance trimestriels annua- lisés)**		PIB réel (taux de variation en glissement annuel)		IPC global (taux de variation en glissement annuel)		IPC global corrigé de l'effet des modi- fications des impôts indirects (taux de variation en glisse- ment annuel)		WTT*** (niveau)
			1,4	2,5	2,3	2,6	2,8	2,7	2,3	2,0	
	2006		2007	2008	2009						

Les perspectives en matière de croissance et d'inflation

Le scénario de référence de la Banque se fonde sur un certain nombre d'hypothèses, dont celle que les déséquilibres mondiaux se résorberont de manière lente et ordonnée si des mesures de politique appropriées continuent d'être prises à l'échelle internationale. On suppose que l'évolution des prix de l'énergie sera conforme aux cours actuels des contrats à terme et que le taux de change du dollar canadien se maintiendra dans la fourchette de 86,5 à 89,5 cents E.-U., observée en avril.

L'économie mondiale a continué de dépasser les attentes, le ralentissement de la croissance américaine ayant été largement compensé par une expansion plus forte que prévu dans les pays d'outre-mer. On s'attend maintenant à ce que la baisse de régime aux États-Unis soit un peu plus prononcée qu'on ne l'avait d'abord envisagée, à cause surtout du repli plus prolongé de l'activité dans le secteur résidentiel et de l'affaiblissement des investissements des entreprises. Le taux de croissance, qui s'est situé à 3,3 % l'an dernier, devrait descendre à 2,1 % en 2007 avant de remonter à 2,8 % en 2008 et à 3,1 % en 2009.

On prévoit que l'essor des économies d'outre-mer sera un peu plus vif qu'escompté. À mesure que les capacités excédentaires à l'échelle du globe se résorberont, l'expansion de l'économie mondiale devrait toutefois se ralentir quelque peu et passer de 5,3 % en 2006 à 4,8 % cette année et la suivante, puis à 4,6 % en 2009.

Au Canada, la demande intérieure devrait demeurer le principal moteur de la croissance économique, bien qu'elle sera sans doute moins vigoureuse qu'au cours des dernières années. Les dépenses de consommation continueront vraisemblablement de progresser à une cadence robuste, grâce à de nouveaux gains au chapitre du revenu réel disponible et de l'ajout net des ménages. Les investissements dans le secteur du logement devraient quant à eux reculer légèrement en 2007 et en 2008, puis se stabiliser en 2009. La Banque suppose que les budgets des administrations publiques seront équilibrés. Elle estime par ailleurs que les investissements des entreprises

restent fermes, du fait des pressions à court terme sur la capacité de production, des perspectives favorables de l'économie mondiale, des cours élevés des produits de base, des conditions financières avantageuses ainsi que de la forte rentabilité des entreprises et de la solidité de leurs bilans. En raison de la faiblesse persistante de la demande américaine, les exportations nettes devraient brider un peu plus que prévu la croissance en 2007, mais cet effet s'atténuera probablement en cours d'année.

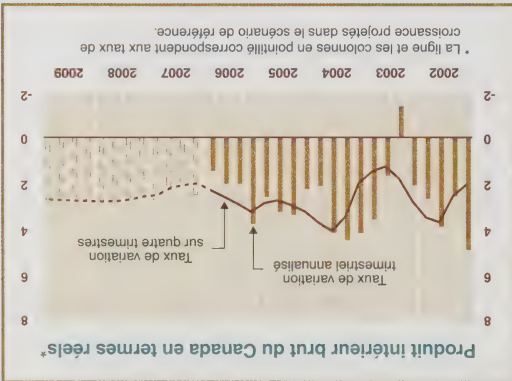
Dans l'ensemble, la Banque s'attend à ce que le taux d'accroissement du PIB réel du Canada se situe juste au-dessous de 2 1/2 % en moyenne au premier semestre de 2007, et légèrement au-dessus de 2 1/2 % au second semestre. Le taux de croissance annuel moyen de l'économie devrait ainsi se chiffrer à 2,2 % en 2007. Comme l'économie tournait à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel au premier trimestre, ce profil potentiel implique qu'elle retournera à son potentiel dans la deuxième moitié de 2007.

Le taux de croissance annuel moyen devrait se situer à 2,7 % tant en 2008 qu'en 2009. Une telle évolution maintiendrait l'activité économique au niveau de la production potentielle pendant le reste de la période de projection. La Banque estime que le taux d'augmentation de la production potentiel s'établira à 2,8 % en 2007 et à 2,7 % en 2009, vu le recul anticipé du taux de croissance tendanciel du facteur travail en 2009 sous l'effet des répercussions des changements démographiques sur la main-d'œuvre.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait rester légèrement au-dessus de 2 % au cours des prochains mois, étant donné les pressions sur la capacité de production et l'incidence du renchérissement des aliments inclus dans l'indice. Toutefois, puisque l'économie devrait retourner à son potentiel au second semestre et que les pressions attribuables aux prix des logements devraient s'atténuer davantage, on s'attend à ce que la pression à la hausse sur l'inflation mesurée par l'indice de référence s'amoindrisse. On entrevoit également une diminution de la pression à la baisse exercée sur celle-ci par le recul des prix à l'importation. Dans l'ensemble, la Banque prévoit que le taux d'augmentation de l'indice de référence reviendra à 2 % d'ici la

une cadence dépassant de 0,2 % sa capacité au premier trimestre de 2007. Cependant, d'autres indicateurs tels que les données sur l'utilisation des capacités, le rythme relativement faible des majorations salariales et les réponses aux questions portant sur les pénuries de main-d'œuvre, posées dans le cadre de l'enquête de la Banque, laissent entrevoir un équilibre de l'offre et de la demande, voire un léger surplus de l'offre. Somme toute, la Banque estime que l'économie fonctionnait à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel au premier trimestre de 2007.

En raison du vif essor de l'économie mondiale et des retards qu'ont accusés certains projets destinés à accroître l'offre sur le marché, les prix de nombreux produits de base ont augmenté. Ceux des produits de base non énergétiques sont particulièrement élevés depuis janvier, et le cours du pétrole brut a grimpé sous l'effet d'un raffermissement de la demande et du retour de conditions climatiques normales en Amérique du Nord, et par suite du renforcement des incertitudes géopolitiques. Les termes de l'échange du Canada se sont quelque peu dégradés au second semestre de 2006, mais la ferme récente des prix des produits de base devrait se traduire par une amélioration à cet égard ainsi que par une plus forte expansion du PIB nominal au début de 2007, ce qui devrait soutenir les bénéfices des sociétés et les revenus des administrations publiques à court terme.



Ces facteurs ont été contrebalancés en partie par une certaine modération du rythme d'accroissement des prix des logements. La hausse de l'inflation globale résulte de ces mêmes facteurs ainsi que de la vigueur des prix des fruits et légumes et du renchérissement plus marqué que prévu de l'essence, imputable à la fois aux interruptions provisoires de production chez les raffineurs et au relèvement des cours du brut.

La croissance de l'économie canadienne s'est ralentie quelque peu au second semestre de 2006. Le taux d'expansion annualisé du PIB réel a glissé à 1,4 % au quatrième trimestre, cause notamment d'une importante correction des stocks. Toutefois, selon les données actuellement disponibles, il se serait établi à environ 2,5 % au premier trimestre de 2007.

La demande intérieure finale est demeurée le principal moteur de l'essor de l'activité depuis le milieu de 2006. Elle est soutenue par la forte montée de l'emploi, par l'augmentation du revenu disponible réel des particuliers, par des gains additionnels au chapitre de l'achat net des ménages et des crédits aux ménages, ainsi que par les dépenses d'investissement des entreprises. La progression des dépenses des administrations publiques et de celles consacrées à la construction résidentielle s'est toutefois modérée. Les exportations du Canada se sont redressées sous l'impulsion des ventes de machines et matériel de certains produits de base, et ce, malgré l'atonie de la demande américaine de véhicules automobiles et de matériaux de construction.

Plusieurs indicateurs donnent à penser que l'économie canadienne a fonctionné à un niveau légèrement supérieur à son potentiel ces derniers mois. Ces indicateurs sont notamment les chiffres très élevés de l'emploi, le fait que l'inflation mesurée par l'indice de référence se soit maintenue à un taux quelque peu supérieur à 2 %, et les réponses aux questions posées par la Banque, dans son enquête sur les perspectives des entreprises, face à une hausse inattendue de la demande. Par ailleurs, avec la révision des données historiques, la mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production indique que l'économie tournait à



juge, à l'heure actuelle, que le taux cible du financement à un jour se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation à moyen terme.

L'évolution récente

Le taux d'augmentation annuel de l'indice global des prix à la consommation (IPC global) est passé de 1,3 % au quatrième trimestre de 2006 à 1,9 % au premier trimestre de cette année. Sans la réduction de la TPS entrée en vigueur en juillet 2006 et l'effet des autres modifications des impôts indirects, le rythme d'accroissement de cet indice se serait situé à 2,4 % au premier trimestre. L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est établie à 2,3 % pour ce même trimestre. L'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence a été un peu plus élevée qu'on ne s'y attendait.

Un certain nombre de facteurs ont poussé ces deux indices à la hausse ces derniers mois. En particulier, les pressions exercées sur la capacité de production ont contribué à faire monter l'inflation mesurée par l'indice de référence, surtout dans le secteur des services. La progression des prix des aliments inclus dans cet indice a aussi dépassé les prévisions, notamment parce que la majoration des prix des céréales et des oléagineux a été rapidement répercutée. Par ailleurs, la pression à la baisse que le recul des prix des biens importés fait peser sur l'inflation s'est

façon légèrement accrue en 2007. Comme d'habitude, la Banque estime que l'économie canadienne croîtra moins rapidement que la production potentielle en 2007 et au même rythme que celle-ci tout au long de 2008 et de 2009.

Si, comme on le prévoit, la demande excédentaire au sein de l'économie se résorbe au second semestre de l'année et que les pressions sur les prix des logements continuent de s'atténuer, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait descendre à 2 % d'ici la fin de 2007 et s'y maintenir au cours de la période de projection. Si l'évolution des prix de l'énergie se révèle conforme aux cours actuels des contrats à des prix à la consommation devrait s'établir, en moyenne, tout juste au-dessous de 2 % au deuxième trimestre de 2007 avant de passer au-dessus de la cible de 2 % et de culminer sous les 3 % vers la fin de l'année. Elle devrait ensuite redescendre à la cible d'ici le milieu de 2008.

Le risque à la hausse entourant la projection de la Banque relative à l'inflation est lié au fait que la vigueur affichée récemment par cette dernière pourrait être plus persistante que prévu. Les pressions sur la capacité pourraient être plus fortes et durer plus longtemps que ce à quoi on s'attend actuellement. La robustesse de la croissance au sens large laisse encore voir un risque à la hausse. En outre, la pression à la baisse exercée sur l'inflation par les prix des biens importés pourrait s'atténuer plus rapidement qu'on ne l'anticipe, et les prix mondiaux des aliments et de l'énergie pourraient intensifier les pressions à la hausse sur l'inflation.

Le risque à la baisse pesant sur la projection de la Banque en matière d'inflation tient toujours à la possibilité d'un ralentissement de l'économie américaine plus prononcé que celui qui est déjà incorporé au scénario de référence de l'institution.

La Banque considère encore que les risques qui entourent sa projection au sujet de l'inflation sont relativement équilibrés, quoique les risques à la hausse soient désormais légèrement prépondérants.

La Banque a laissé son taux directeur inchangé à 4,25 % le 6 mars et le 24 avril. Elle



Rapport sur la politique monétaire

Sommaire

Avril 2007

Le présent document renferme une synthèse du Rapport sur la politique monétaire préparé par le Conseil de direction de la Banque du Canada. Il se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préalable du 24 avril 2007.

Vue d'ensemble

L'évolution de la croissance économique au Canada concorde pour l'essentiel avec les prévisions présentées dans la *Mise à jour de janvier du Rapport sur la politique monétaire* de la Banque. Cependant, l'inflation a été plus élevée qu'escompté parce que les pressions qui se sont exercées sur la capacité de production au cours de la dernière année ont été plus vives qu'on ne l'avait jugé et que l'augmentation récente des prix des aliments et de l'essence a dépassé les projections. Après avoir examiné l'éventail complet des indicateurs, la Banque considère maintenant que l'économie canadienne tourne à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel au premier trimestre de cette année.

La forte demande intérieure continue de soutenir la progression de l'économie canadienne et l'on a aussi observé une expansion supérieure aux prévisions en dehors de l'Amérique du Nord, qui a poussé la demande et les prix de nombreux produits de base à la hausse. Toutefois, la baisse de régime aux États-Unis a eu pour effet de modérer la croissance au Canada.

Au cours de la période de projection, la demande intérieure devrait demeurer vigoureuse, quoique dans une moindre mesure que ces dernières années. Comme on s'attend maintenant à ce que le ralentissement de l'activité aux États-Unis dure un peu plus longtemps qu'on ne l'avait d'abord envisagé, les exportations nettes devraient brider la croissance de

Faits saillants

- L'inflation au Canada a été plus élevée qu'escompté, principalement parce que les pressions exercées sur la capacité de production durant la dernière année ont été plus vives qu'on ne l'avait jugé.
- Le taux de croissance de l'économie canadienne devrait s'établir à 2,2 % en 2007 et à 2,7 % en 2008 et en 2009. On s'attend à ce que l'économie tourne de nouveau à son plein potentiel au second semestre de 2007.
- L'inflation mesurée par l'IPC global devrait redescendre à la cible de 2 % d'ici le milieu de 2008, tandis que l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait revenir à ce niveau d'ici la fin de 2007.
- La Banque considère encore que les risques entourant sa projection au sujet de l'inflation sont relativement équilibrés, quoique les risques à la hausse soient désormais légèrement prépondérants.
- La Banque juge, à l'heure actuelle, que le taux cible du financement à un jour se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation à moyen terme.



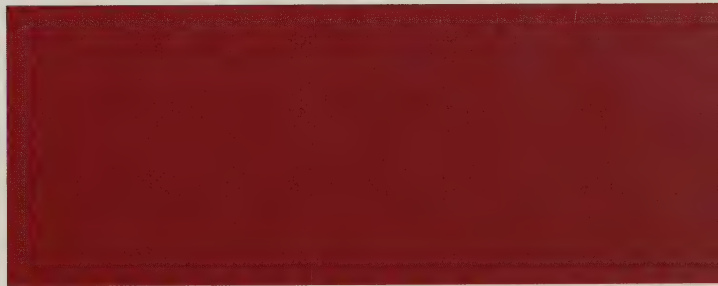
BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Document
Publication

CA1
FN73
M56

Monetary Policy Report

October 2007



CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a *core* measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (23 November 2006) and Background Information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— October 2007 —

*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth, and Tiff Macklem.*

Canada has enjoyed roughly 15 years of sustained economic growth, with low and stable inflation and increasingly healthy public finances ... At least part of the credit for our continued economic performance should go to our sound framework for macroeconomic policy, which includes the transparent monetary policy of inflation targeting ... as well as a sound fiscal policy.

David Dodge

*Governor, Bank of Canada
12 September 2007*

CONTENTS

1. Overview	5
2. Recent Developments in Inflation	7
Inflation and the 2 per cent target	7
Factors at work on inflation	9
Aggregate demand	9
Aggregate supply	11
Estimated pressures on capacity	12
Commodity and output prices and the terms of trade	14
3. Financial Developments	17
Credit conditions	17
Policy interest rates and exchange rates	21
4. The Outlook	23
International background	23
Aggregate demand and supply in Canada	25
The outlook for inflation	28
Risks to the outlook	29

Technical Boxes

1. Recent Developments in the Canadian Housing Market	10
2. Implementing Monetary Policy: Targeting the Overnight Rate	18
3. The Cost and Availability of Credit in Canada	20

1. OVERVIEW

There have been a number of significant economic and financial developments since the time of the July *Monetary Policy Report Update*. Against a backdrop of robust global economic expansion and strong commodity prices, growth in the Canadian economy has been stronger than projected with considerable momentum in domestic demand. The economy is now operating further above its production potential than had been previously expected. The core rate of inflation, which has been above 2 per cent for the past year, was 2.2 per cent in August. Total consumer price inflation fell temporarily in August to 1.7 per cent, having been above the 2 per cent inflation target since the spring.

Since the July *Update*, the outlook for the U.S. economy has weakened because of greater-than-expected slowing in the housing sector. The Bank has revised down its projection for U.S. GDP growth to 1.9 per cent in 2007 and 2.1 per cent in 2008. U.S. growth is expected to pick up to 3 per cent in 2009.

The Canadian dollar generally traded in a range of 93 to 95.5 cents U.S. in July and August, but since then it has appreciated sharply to as high as US\$1.03. In the Bank's new base-case projection, the Canadian dollar is assumed to average 98 cents U.S., the midpoint of the range since the July *Update*. As well, there has been a tightening of credit conditions stemming from financial market developments this summer. For Canada, the Bank assumes that the cost of credit for firms and households relative to the overnight rate will be 25 basis points higher over the projection period than it was prior to the summer.

Despite these tighter credit conditions, momentum in domestic demand in Canada is expected to remain strong. The combined effect of a weaker U.S. outlook and a higher assumed level for the Canadian dollar implies, however, that net exports will exert a more significant drag on the economy in 2008 and 2009 than previously expected. As a result, the Canadian economy is projected to grow by 2.6 per cent in 2007, 2.3 per cent in 2008, and 2.5 per cent in 2009.

With the economy moving back towards balance, and with the direct effect of the stronger Canadian dollar on consumer prices, core inflation is projected to gradually decline to 2 per cent in the second half of 2008—slightly earlier than previously expected—and to remain there for the balance of the projection period. Higher energy prices are expected to push total inflation up sharply in the fourth quarter of 2007 to about 3 per cent. Inflation is then expected to fall back to the 2 per cent target in the second half of next year and to stay there.

A number of the risks identified in the July *Update* have been realized to some extent. Stronger household demand in Canada, a sharper adjustment in the U.S. housing sector, and a stronger Canadian dollar have been reflected in the Bank's new base-case projection.

This report includes information received up to the fixed announcement date on 16 October 2007.

But significant upside and downside risks to the Bank's inflation projection remain. On the upside, excess demand in the Canadian economy could persist longer than projected. This could come from two sources: higher growth in household spending than projected and lower growth in productivity than assumed. On the downside, if the Canadian dollar were to persist above the level of 98 cents U.S. assumed over the projection horizon for reasons not associated with stronger-than-projected demand for Canadian products, this would result in lower output and inflation. In addition, the effect of the past appreciation of the Canadian dollar on demand and inflation could be greater than expected, and the effect of the weakness in the U.S. housing sector could be larger than projected.

All factors considered, the Bank judges that the risks to its inflation projection are roughly balanced, with perhaps a slight tilt to the downside.

In addition, the duration and economic repercussions of recent financial market developments and the possibility of a disorderly unwinding of global imbalances represent an uncertainty for the outlook.

Against this backdrop, the Bank left its key policy rate unchanged on 5 September and 16 October at 4.50 per cent. The Bank judges, at this time, that the current level of the target for the overnight rate is consistent with achieving the inflation target over the medium term.

2. RECENT DEVELOPMENTS IN INFLATION

Inflation and the 2 per cent target

The underlying rate of inflation has been above 2 per cent over the past year. Total CPI inflation, which has also been running above 2 per cent since the spring, fell temporarily to 1.7 per cent in August as a result of fluctuations in the prices of some of the more volatile components (Chart 1).

The core rate of inflation,¹ a more reliable indicator of the underlying trend in inflation than total CPI inflation, has averaged 2.3 per cent over the past few months, as projected in the July *Update*. This reflected ongoing pressures on production capacity in the economy. Other measures of the trend rate of inflation that the Bank monitors also stayed above 2 per cent in July and August (Chart 2).² The influence of strong domestic demand was particularly evident in the prices of core services (Chart 3). Shelter costs rose somewhat more strongly than projected, with greater-than-expected strength outside Alberta. Core food prices have also continued to rise markedly, owing to the ongoing surge in the prices of grains and oilseeds. The downward pressure on the core rate coming from lower prices for many import-intensive goods (such as semi-durable and household durable goods) eased still further, but price discounting on automobiles increased.

The 12-month rate of increase in the total CPI was below that projected, owing to the prices of some of the more volatile components. This included gasoline prices, which reflected narrower margins as a result of a faster-than-anticipated return of North American production to more normal levels following supply disruptions last spring. Natural gas prices were also weaker.

Key measures of inflation expectations remain close to 2 per cent. The average private sector forecast for total CPI inflation in 2008 is just above 2 per cent. In the Bank's autumn *Business Outlook Survey*, over 80 per cent of firms expected CPI inflation to be within a range of 1 to 3 per cent, on average, over the next two

The underlying rate of inflation is running above 2 per cent . . .

. . . reflecting ongoing capacity pressures.

Total CPI inflation eased temporarily to 1.7 per cent in August.

Key measures of inflation expectations remain close to 2 per cent.

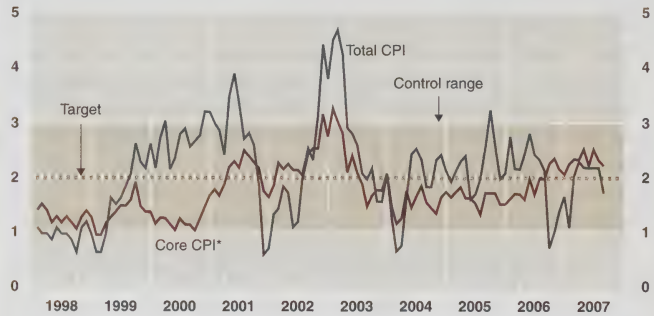
1. The core measure of inflation excludes eight of the most volatile components of the CPI and removes the effect of changes in indirect taxes on the remaining components. The eight volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage interest costs.

2. CPIW is affected by changes in the GST and other indirect taxes. If this effect were removed, the rate of change of CPIW would have also been above 2 per cent from February to June of 2007.

years. Consensus forecasts of inflation over the longer term continued to be very close to 2 per cent.

Chart 1 Consumer Price Index

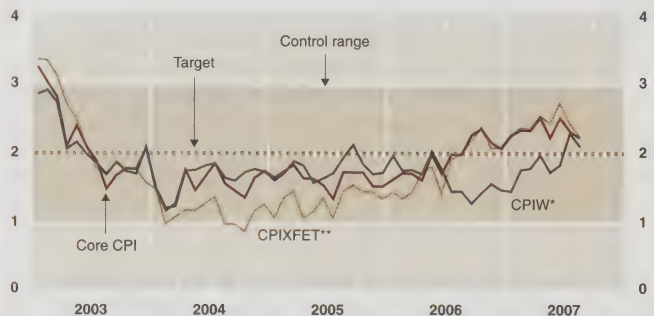
Year-over-year percentage change



* CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Chart 2 Core CPI and Other Measures of the Trend Inflation Rate

Year-over-year percentage change

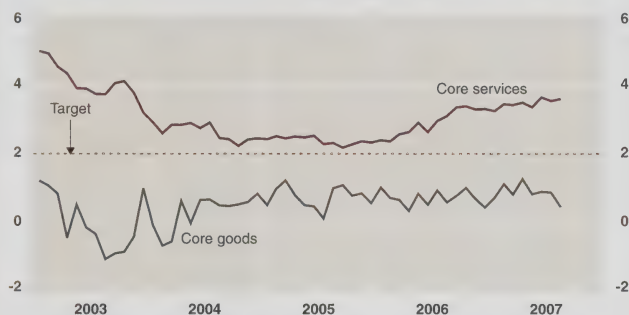


* CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability, but does not exclude the effect of changes in indirect taxes.

** CPIXFET excludes food, energy, and the effect of changes in indirect taxes.

Chart 3 Goods* and Services in the Core CPI, Excluding the Effect of Changes in Indirect Taxes**

Year-over-year percentage change



* Excluding fruits, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, and tobacco

** Excluding mortgage interest costs and intercity transportation

Factors at work on inflation

Aggregate demand

Growth in Canada's real GDP picked up markedly in the first half of 2007, rising at an annual rate of 3.7 per cent. At 3.4 per cent, the increase in real GDP in the second quarter was stronger than the 2.8 per cent projected in the July *Update*. This unexpected strength reflected stronger household spending and a smaller-than-expected drag from net exports.³ Available information for the third quarter suggests that final domestic demand remained strong but that the drag from net exports increased. Current data also suggest that real GDP is likely to have grown by about 2.5 per cent, slightly less than the 2.7 per cent projected in the last *Update*.

Final domestic demand continued to be the major contributor to GDP growth in the first half of 2007 (Chart 4). Real personal disposable income rose solidly, boosted by the strong labour market. Household net worth continued to rise, reflecting the improvement in Canada's terms of trade and substantial increases in house prices. And household credit again increased considerably. These developments underpinned marked increases in household spending, including residential investment (Technical Box 1). In contrast, the growth of capital spending by businesses slowed appreciably.

Economic growth in Canada was stronger than expected in the first half of 2007.

Final domestic demand continued to be the major contributor to GDP growth...

3. As well, growth in the first quarter was revised up slightly to 3.9 per cent from the initial estimate of 3.7 per cent, with import volumes being revised down.

Technical Box 1

Recent Developments in the Canadian Housing Market

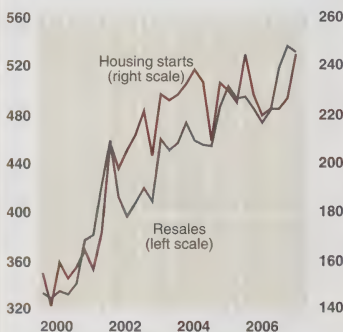
Since the beginning of the year, residential investment in Canada has continued to show substantial momentum, supported by strong employment, sustained income growth, relatively low interest rates, and accommodative mortgage terms and conditions (Chart A). This momentum has exceeded the Bank's expectations.

Accompanying this robust activity has been greater-than-expected strength in prices, particularly in the resale market. Of note has been the large increase in resale house prices in the major markets in Alberta since 2005 (Chart B). While price increases have slowed in Calgary in 2007, with more supply coming on stream, they have accelerated in Edmonton and have only recently shown signs of stabilizing. Price increases in Alberta remain high relative to the national average. But, even as increases in house prices have eased in Alberta, some other major urban centres have seen renewed strength in resale prices in 2007. In particular, prices have shown considerable strength in Saskatchewan, boosted by favourable economic conditions, positive net migration, and a limited supply of housing.

Canadian homeowners have taken advantage of higher house prices in recent years to help finance consumption through home-equity borrowing. The Bank estimates that the increased use of such financing has been an important factor supporting growth in real household spending over the past few years.

Chart A
Housing Activity in Canada

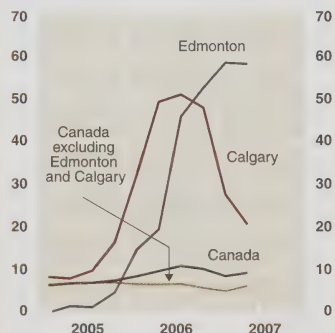
Thousands of units at annual rates



Sources: Canadian Real Estate Association and Canada Mortgage and Housing Corporation

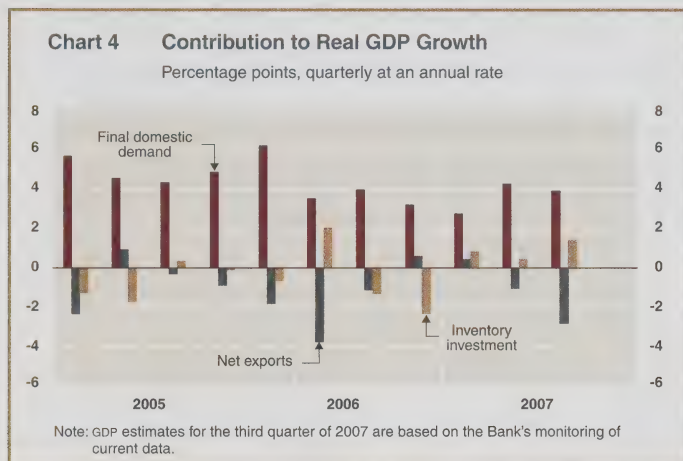
Chart B
Canadian Resale House Prices

Year-over-year percentage change



Source: Royal LePage

In particular, spending in the oil and gas industry eased, largely as a result of the impact of lower natural gas prices on conventional drilling activity.



Canada's total exports increased moderately in the first half of 2007, with strong gains in exports of energy commodities and products. Weaker sales of U.S. motor vehicles, however, contributed to a decrease in Canadian exports of automotive products, while the downturn in the U.S. housing market held back exports of forest products. At the same time, imports rose more strongly than exports, reflecting the strength of domestic demand and the appreciation of the Canadian dollar over the past few years.

Nevertheless, the drag on growth coming from net exports in the second quarter of 2007 was less than expected. This outcome appears to have been caused by transitory developments, since early information for the third quarter points to a marked reduction in net exports.

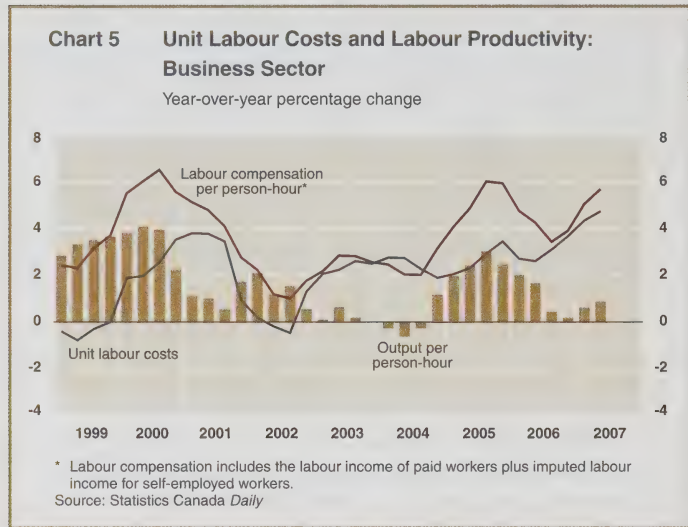
Aggregate supply

Hours worked in the business sector showed a year-over-year rise of 1.6 per cent in the second quarter of 2007, slightly less than the average growth over the previous three years. This slight reduction in the growth of hours worked mainly reflected a decrease in the average workweek, while job creation remained relatively robust.

Labour productivity growth in the business sector rose at 0.9 per cent at annual rates in the second quarter of this year,

... while net exports exerted a drag.

which was still modestly lower than the average growth over the 2004–06 period (Chart 5). This may be partly attributable to the shift of labour and capital towards the production of both commodities and non-tradable goods and services, since labour and capital may be somewhat less productive during such a period of adjustment. In the resource sector, relatively high commodity prices continued to encourage the production of resources that are more costly to extract, lowering productivity from what would have otherwise been the case.



Growth in potential output is estimated to have averaged about 2.5 per cent over the 2004–06 period.

The Bank estimates potential output over history by decomposing movements in labour supply and labour productivity into their trend and cyclical components. After updating its conventional measure with the most recent information, the Bank estimates that potential output growth over the 2004–06 period averaged about 2.5 per cent, marginally less than previously estimated.

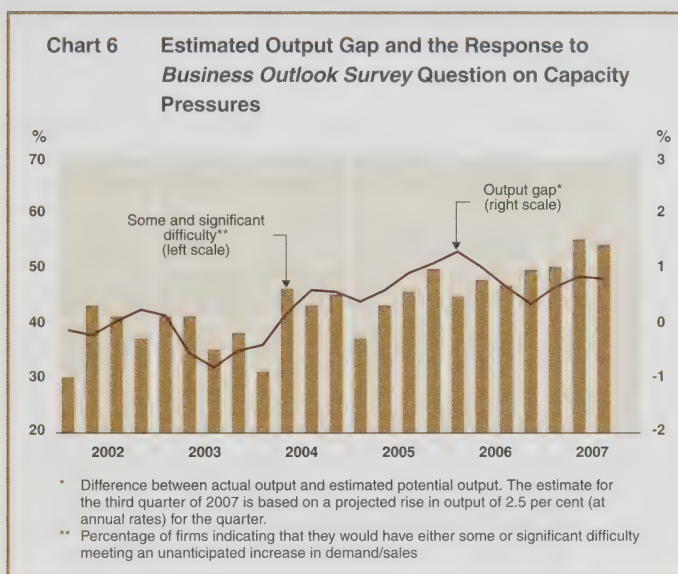
Estimated pressures on capacity

Most indicators suggest that the economy was operating further above its capacity limits in the third quarter than projected.

Most indicators suggest that the Canadian economy is operating further above its production potential than was projected at the time of the July Update.

The Bank's autumn *Business Outlook Survey* showed that the percentage of firms reporting that they would have difficulty in meeting an unanticipated increase in demand remained at a high

level (Chart 6). The Bank's conventional measure of the output gap indicates that the economy was operating about 0.8 per cent above its production potential in the third quarter of 2007 (Chart 6), slightly higher than projected in the *July Update*.⁴ On the other hand, Statistics Canada's measure of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector indicated that pressure on production capacity was somewhat below average in the second quarter of 2007. However, the fact that the core rate of inflation has averaged above 2 per cent since September 2006 supports the assessment that the economy was operating above its production capacity.



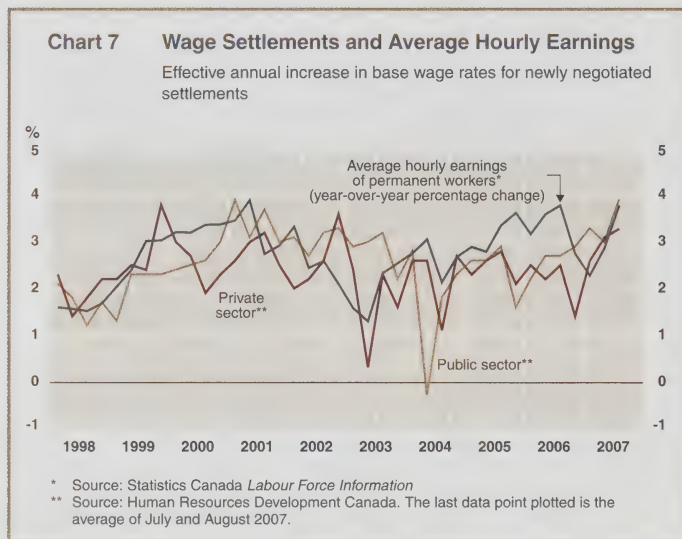
In September, the employment-to-population ratio matched a record high, while the unemployment rate was at a 33-year low. All measures of wages have picked up in recent months and are now more consistent with other indicators of tightness in labour markets. The 12-month change in average hourly earnings of permanent workers reported by Statistics Canada in the Labour Force

4. The level of excess demand in the third quarter of 2007, estimated using the Bank's conventional measure, is about 0.2 percentage points higher than projected in the *July Update*. This increase reflects a small upward revision in the projected level of real GDP in the third quarter and a small reduction in the estimated level of production capacity.

Survey (considered to be a good indicator of the underlying change in aggregate wages) moved back up to between 3 and 4 per cent over the June to September period (Chart 7). The year-to-year rise in hourly labour compensation from Statistics Canada's Productivity Accounts—a more volatile indicator—also increased even more markedly to 5.7 per cent in the second quarter of 2007 (Chart 5). With the strong gains in hourly compensation in the business sector, unit labour costs in the second quarter of 2007 were up 4.8 per cent from their level a year earlier. The percentage of firms reporting labour shortages in the Bank's autumn survey was up from the preceding survey.

After reviewing all the indicators of capacity pressures, it is the Governing Council's judgment that, overall, the economy was operating about 3/4 of a per cent above its production capacity in the third quarter of 2007.

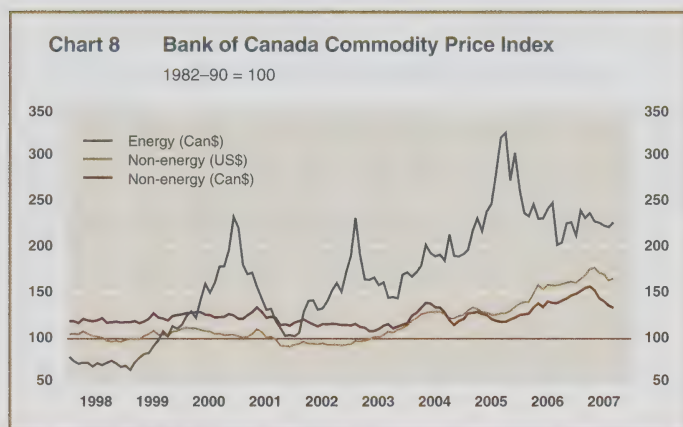
The Governing Council judges that the economy was operating about 3/4 of a per cent above its production capacity in the third quarter of 2007.



Commodity and output prices and the terms of trade

The prices of non-energy commodities have eased slightly since the peak reached last May. . .

Over the past few months, global prices for non-energy commodities have eased a little from the peak reached in May, but, overall, remain at high levels (Chart 8). Metals prices fell back, partly reflecting the tightening in global credit conditions, but have since recovered. As well, the ongoing downturn in the U.S. housing market has contributed to further reductions in the demand for lumber. In contrast, grains



and oilseeds prices have continued to strengthen, owing mainly to the impact of unfavourable weather conditions on global supplies.

The price of light crude oil (West Texas Intermediate), which was about US\$72 per barrel at the time of the *July Update*, averaged US\$81 in the 10 days ending on 12 October 2007. This increase chiefly reflected the combination of continued vigorous global demand and relatively little adjustment in short-term supply.

Canada's terms of trade rebounded in the first half of 2007, reflecting substantial gains in the prices of non-energy commodities (Chart 9). As a result, the four-quarter change in the chain price index for GDP (a broad price measure of the goods and services produced in Canada) increased from 0.9 per cent in the fourth quarter of 2006 to 3.5 per cent in the second quarter of 2007 (Chart 10). With the chain price index for domestic demand growing at a slower 2.5 per cent pace in the second quarter, this implies a boost in real incomes in Canada.

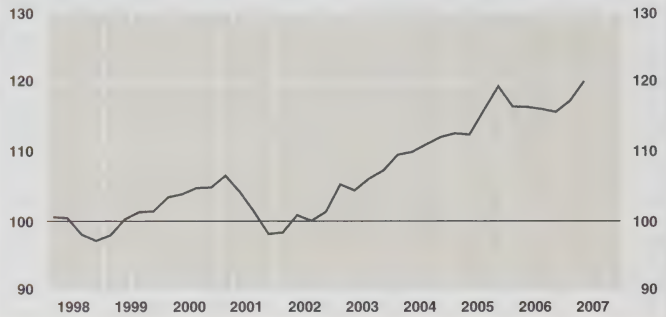
The terms of trade are expected to stay high in the second half of 2007, and this should contribute to sustained growth in nominal GDP and, hence, in corporate profits and government tax revenues.

... but crude oil prices have moved up.

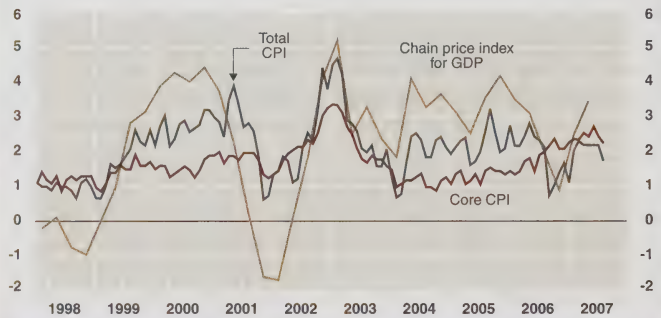
A rebound in the terms of trade will support income growth through 2007.

Chart 9 Terms of Trade

The price of exports relative to the price of imports (2002 = 100)

**Chart 10 Chain Price Index for GDP, Core CPI, and Total CPI**

Year-over-year percentage change



3. FINANCIAL DEVELOPMENTS

In recent months, greater-than-anticipated losses related to U.S. subprime mortgages have triggered a number of developments in global financial markets. There has been greater uncertainty about the valuation of structured financial products, and investors have shifted into lower-risk government bonds and treasury bills, causing credit spreads to increase. Financial institutions and businesses in major industrialized countries, including Canada, have faced higher short-term interest rates (Chart 11). Against the background of these developments, the Bank of Canada has undertaken routine operations on a number of occasions to provide liquidity in support of the efficient functioning of Canada's financial markets and to maintain the overnight rate close to the 4.50 per cent target (Technical Box 2). Although the dislocations in financial markets have diminished somewhat since August, heightened uncertainty is still affecting money markets.

Recent financial market developments have led to increases in credit spreads.



Credit conditions

Canadian financial institutions are facing substantially increased funding needs. With the recent disruptions in securitization markets, banks have taken steps to support their own asset-backed commercial paper programs and, as a result, most are holding substantially higher-than-normal amounts of this paper in inventory. In addition, banks are being called upon to provide loans and backup credit under pre-committed lines to corporations that have stopped accessing market funding. While Canadian

Financial institutions are facing unusually high funding needs.

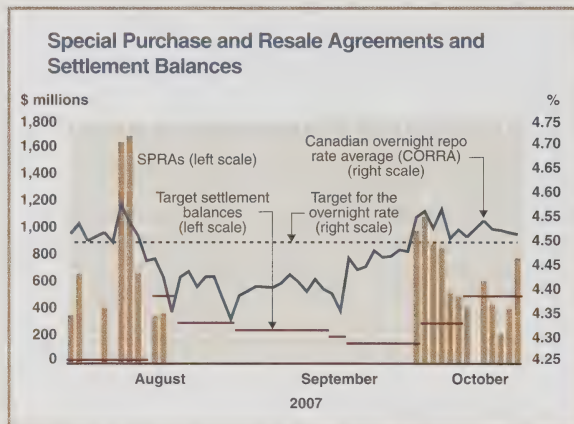
Technical Box 2

Implementing Monetary Policy: Targeting the Overnight Rate

The Bank of Canada's monetary policy implementation framework centres on keeping the overnight rate close to its target.¹ The Bank's primary influence on the overnight rate is through the 50-basis-point operating band, reinforced through its standing facilities for loans and deposits. In order to reinforce the target when the overnight rate deviates from it, the Bank uses open market buyback operations and changes in the level of settlement balances provided to the financial system. If the overnight rate is generally trading above the target rate, the Bank will intervene with special purchase and resale agreements (SPRAs). If the overnight rate is generally trading below the target rate, the Bank will intervene with sale and repurchase agreements (SRAs). In addition, to influence the overnight rate, the Bank can adjust the targeted level of settlement balances higher or lower than the typical \$25 million setting.

SPRAs are routinely conducted around month-, quarter-, and year-end periods, and when large payment flows are going through the system. The Bank used SPRAs, SRAs, and adjustments to settlement balances, as appropriate, during episodes in 1999, during the transition to the Large Value Transfer System (LVTS), and in early 2006, when there was persistent downward pressure on the overnight rate.

Since early August, the Bank has again been using these tools to counter upward pressure on the overnight rate and keep it close to target.

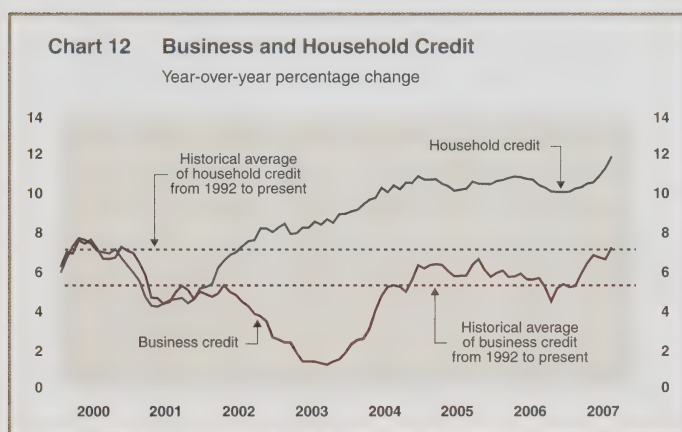


1. See "The Bank of Canada's Target for the Overnight Interest Rate: Policy Implementation Framework," appendix to an article by Christopher Reid in the spring 2007 issue of the *Bank of Canada Review*, available at http://www.bankofcanada.ca/en/monetary/monetary_framework.html. Further information is available at http://www.bankofcanada.ca/en/lvts/lvts_primer_2007.pdf.

banks have sufficient capital and liquidity available to meet their funding commitments, they are incurring higher funding costs, which have led to tighter credit conditions. This tightening is reflected in the price, availability, and terms of credit for businesses and households (Technical Box 3). For some businesses, however, the upward pressure on the overall cost of capital emanating from higher borrowing costs has been mitigated somewhat by some downward pressure on the cost of equity financing, given buoyant stock markets.

Growth of both business and household credit accelerated in July and August from already robust levels (Chart 12). Since then, banks have modestly tightened their terms of credit to firms and the pricing of credit to both firms and households. These developments are likely to have a dampening effect on borrowing.

Credit conditions have tightened modestly.



Growth of the broad monetary aggregates has remained robust since the July *Update* and points to upward pressure on inflation through 2008 (Chart 13).

Technical Box 3

The Cost and Availability of Credit in Canada

Credit conditions in Canada have tightened since late July, reflecting a repricing of risk as investors have become less willing to hold a wide variety of private sector securities, most notably asset-backed commercial paper (ABCP). The degree of tightening in terms of changes in the availability and cost of financing for financial institutions, firms, and households is difficult to estimate. Since the situation is still evolving, estimates are subject to a high degree of uncertainty. But what is clear is that the costs of borrowing from the market or from banks has increased, and credit conditions have tightened.

The cost of funding for Canadian banks through various market instruments has risen 10 to 35 basis points relative to the rates observed at the end of July. Increases in the costs of deposits have been more modest.

Some borrowing rates posted by financial institutions have increased over the past few months. Effective borrowing rates for both business and consumers have also increased as the extent to which discounts on posted rates offered to households and businesses, such as the prime rate, have diminished. In addition, some financial institutions have increased covenants on new loans, and others have indicated some reduction in new loan originations. All told, the effective costs of household and business loans from financial institutions are estimated to have increased by about 20 to 35 basis points.

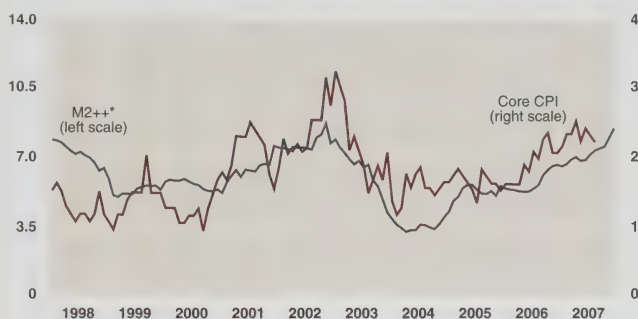
Businesses' cost of borrowing through financial markets has also increased somewhat since July. The overall cost of issuing short-term market debt is estimated to have increased by roughly 20 to 30 basis points. Based on observed prices, the cost of long-term debt is estimated to have remained largely unchanged, but the actual amount of issuance has been relatively small and remains limited to investment-grade borrowers.¹ As a result, observed prices likely do not fully reflect actual borrowing conditions. When the different components of bank and market borrowing are aggregated, the weighted average cost of borrowing for non-financial firms has increased by at least 15 to 25 basis points.

Overall, the cost of borrowing for households and businesses is estimated to be about 25 basis points higher, relative to the overnight rate, than it was prior to the summer developments, and availability and terms of credit have tightened modestly.

1. Given that the yields on government debt have fallen slightly more than the increase in risk spreads over the past few months, the interest cost on corporate debt to investment-grade corporations has fallen.

Chart 13 Core Inflation and Broad Money Growth

Year-over-year percentage change



* Growth in M2++ one year earlier. M2++ has been adjusted to remove the effect of clone funds.

Policy interest rates and exchange rates

In the United States, the Federal Reserve lowered the target for the federal funds rate by 50 basis points on 18 September, and short-term rates embody expectations of a further modest reduction in coming months. Markets are pricing in a likelihood of a modest hike in policy rates by the European Central Bank and the Bank of Japan in coming months (Chart 14). In Canada, market expectations, based on short-term interest rates, currently suggest little change in the policy rate in the coming months.

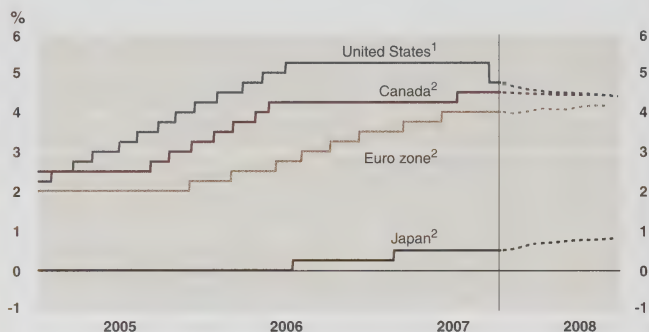
Through July and August, the Canadian dollar generally traded in the range of 93 to 95.5 cents U.S. assumed in the July Update, but since then has appreciated sharply, moving as high as US\$1.03 (Chart 15). The recent movement partly reflects the broad-based weakness in the U.S. dollar (against the currencies of its main trading partners with flexible exchange rates). This has occurred against the background of a weaker outlook for economic growth and inflation and a lower policy interest rate in the United States. In addition, the Canadian dollar continues to be supported by firm commodity prices, particularly oil, and strong domestic demand. That said, the magnitude of the recent appreciation appears to have been stronger than historical experience would have suggested.

The U.S. policy rate was lowered by 50 basis points on 18 September, and short-term rates incorporate expectations of modest rate cuts.

The Canadian dollar has appreciated considerably since the last Update against a backdrop of broad-based weakness in the U.S. dollar.

Chart 14 Official Policy Rates and Forward Interest Rates*

Daily

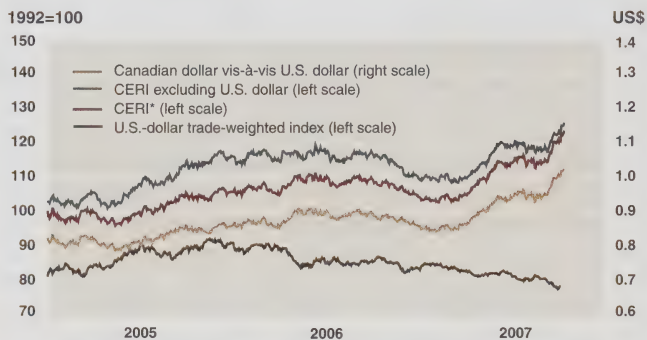


* Solid lines are official interest rates, and dotted lines are forward overnight interest rates. No adjustments are made for term premiums.

1. U.S. forward overnight rates based on prices of federal funds futures
2. Canadian, euro zone, and Japanese forward overnight rates based on the implied forward rate derived from the respective overnight index swap markets

Chart 15 Exchange Rates

Wednesdays



* CERI: Canadian-dollar trade-weighted index (against U.S. dollar, euro, yen, U.K. pound, Mexican peso, and Chinese renminbi)

4. THE OUTLOOK

This section describes the Bank's outlook for the global and Canadian economies through 2009. Underlying the base-case projection are a number of key assumptions. First, it is assumed that over the projection period, the Canadian dollar will average 98 cents U.S., the midpoint of the range since the *July Update* of 93 to 103 cents U.S. Second, energy prices are assumed to evolve along a path that is consistent with current futures prices. Third, global credit conditions are assumed to remain tighter. For Canada, it is assumed that the cost of credit to firms and households, relative to the overnight rate, will remain around 25 basis points higher overall than it was prior to the recent financial market turbulence. Fourth, trend labour productivity in Canada is assumed to grow at 1 1/2 per cent over the projection period. Finally, an orderly adjustment of global imbalances is assumed.

International background

The global economy expanded at a strong pace in the first three quarters of 2007, led by developing economies. Annual average global economic growth for 2007 is now projected to be somewhat higher than in the *July Update*. Over 2008 and 2009, the strength of global economic growth is still expected to ease modestly (Table 1).

The global economy continues to grow at a solid pace.

Table 1 Projection for Global Economic Growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Expected growth (per cent) ^b			
		2006	Projection		
			2007	2008	2009
United States	20	2.9 (3.3)	1.9 (2.1)	2.1 (3.0)	3.0 (3.0)
European Union	19	2.9 (2.8)	2.6 (2.6)	2.0 (2.2)	2.2 (2.1)
Japan	6	2.2 (2.2)	2.0 (2.6)	1.7 (1.9)	1.8 (1.8)
China and Asian NIEs ^c	18	10.0 (9.8)	10.0 (9.3)	9.4 (9.0)	8.0 (8.2)
Others	37	6.3 (6.2)	6.3 (5.9)	5.8 (5.7)	5.1 (5.3)
World	100	5.4 (5.4)	5.2 (5.0)	4.8 (4.8)	4.5 (4.6)

a. GDP shares are based on the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2006. Source: IMF, WEO Database, April 2007

b. Numbers in parentheses are projections used for the July 2007 *MPR Update*.

c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), South Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.

Source: Bank of Canada

Economic growth in Japan and the euro zone is projected to be close to potential growth.

Economic growth in Japan and the euro zone has been slightly weaker than expected, but the slowdown in investment that underlies this weakness is likely to be short lived, since business balance sheets and profits are generally strong. In addition, ongoing improvements in labour markets will continue to support household spending. Overall, economic growth in Japan and the euro zone is expected to be close to their growth in potential over the next few years, despite some near-term effects related to current financial conditions and weaker U.S. demand. Economic growth in the United Kingdom has been stronger than anticipated in the first half of the year, but recent financial events are expected to slow growth to closer to potential over the near term.

Growth remains strong in China and emerging Asia.

In China and emerging Asia, growth remains strong. Inflationary pressures appear to be building in China, with higher prices for basic commodities such as food and energy. Chinese authorities have implemented measures to restrain aggregate demand and price increases, although further actions are assumed.

The projection for U.S. GDP growth has been revised down for 2007 and 2008.

The projection for U.S. GDP growth has been revised down to 1.9 per cent in 2007 and 2.1 per cent in 2008, considerably weaker than the 2.1 and 3.0 per cent projected in the *July Update*. The economy is then expected to rebound in 2009. The outlook for the U.S. economy now incorporates a more pronounced and protracted slowdown in domestic demand. The recent evidence of larger-than-expected declines in activity in the U.S. housing sector implies a deeper and more prolonged adjustment in residential investment relative to earlier projections. The weakness in the housing sector is expected to reduce other consumption expenditures, but this impact will be somewhat mitigated by the recent lowering of U.S. interest rates. At the same time, the cumulative real effective depreciation of the currency will continue to boost U.S. net exports and will also provide some offset to the weaker domestic demand overall. In light of recent downward revisions to historical growth in real GDP and labour productivity in the United States, the Bank has revised down its estimate of potential output growth to 2.8 per cent for 2007 and to 2.6 per cent over the rest of the projection period. This implies that the excess supply currently present in the U.S. economy is expected to be eliminated by the end of 2009.

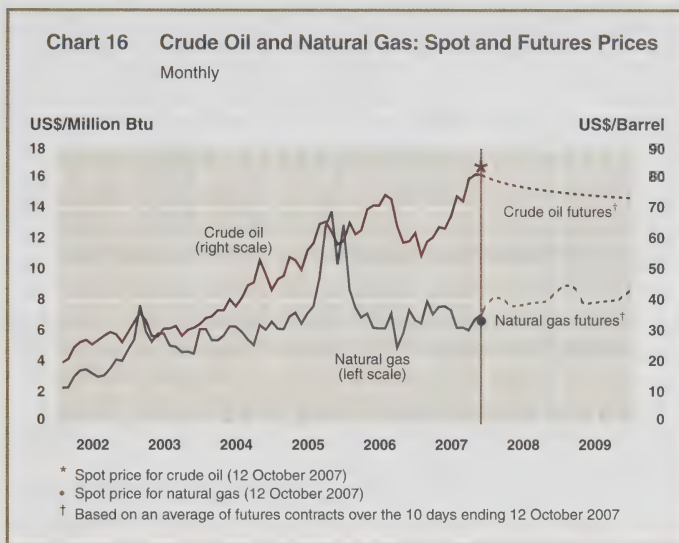
Prices of non-energy commodities are likely to remain relatively high, although declining somewhat further.

Consistent with the outlook for global growth, the price index for non-energy commodities is expected to decline somewhat over the projection horizon but still be higher than was anticipated in the *July Update*. In particular, increases in the global capacity to produce metals are likely to be slower than was earlier expected, but some further modest easing of prices from the very high level reached in the second quarter is still projected. The prices for

grains and oilseeds are now expected to be higher than previously envisaged, while lumber prices are expected to remain low.

Spot prices and futures prices for crude oil have moved up since July (Chart 16). Prices for crude oil are expected to be near US\$80 per barrel through early 2008, before easing to around US\$74 per barrel in 2009. On the other hand, futures prices for natural gas are lower than in the last *Update*, especially over the near term.

Oil price futures suggest a gradual decline in oil prices to around US\$74 in 2009.



Aggregate demand and supply in Canada

The Bank's current base-case projection for Canada, when compared with that in the July *Update*, sees the level of economic activity higher at mid-2007, but growth somewhat weaker through the second half of 2007 and the first half of 2008 (Table 2). Continued robust growth in incomes, supported by high commodity prices and tight labour markets, is expected to sustain robust growth in domestic demand. But three factors are expected to dampen the projection for GDP growth: the weaker U.S. economic outlook, the higher assumed level for the Canadian dollar and, to a much lesser degree, the impact of the modest tightening of credit conditions. Quarterly growth is expected to average just over 2 per cent in the second half of 2007 and the first half of 2008, before edging up close to the growth of production capacity by

Canada's GDP growth is projected to be 2.6 per cent in 2007, 2.3 per cent in 2008, and 2.5 per cent in 2009.

Table 2 Contributions to Average Annual Real GDP Growth
Percentage points*

	2006	2007	2008	2009
Consumption	2.3 (2.3)	2.1 (2.1)	2.1 (1.9)	2.0 (1.8)
Housing	0.1 (0.1)	0.2 (0.1)	-0.1 (-0.1)	0 (-0.1)
Government	0.8 (0.8)	0.6 (0.6)	0.7 (0.7)	0.6 (0.6)
Business fixed investment	1.2 (1.2)	0.5 (0.6)	0.5 (0.6)	0.5 (0.4)
<i>Subtotal: Final domestic demand</i>	<i>4.4 (4.4)</i>	<i>3.4 (3.4)</i>	<i>3.2 (3.1)</i>	<i>3.1 (2.7)</i>
Exports	0.3 (0.3)	0.5 (0.6)	0.2 (0.9)	0.4 (0.9)
Imports	-1.6 (-1.6)	-1.2 (-1.4)	-1.2 (-1.5)	-1.0 (-1.2)
<i>Subtotal: Net exports</i>	<i>-1.3 (-1.3)</i>	<i>-0.7 (-0.8)</i>	<i>-1.0 (-0.6)</i>	<i>-0.6 (-0.3)</i>
Inventories	-0.3 (-0.3)	-0.1 (-0.1)	0.1 (0.1)	0 (0)
GDP	2.8 (2.8)	2.6 (2.5)	2.3 (2.6)	2.5 (2.4)

* Figures in parentheses are from the base-case projection in the July *Monetary Policy Report Update*.

the beginning of 2009 (Chart 17). GDP growth, on an average annual basis, is projected at 2.6 per cent in 2007, before easing to 2.3 per cent in 2008 and then moving up to 2.5 per cent in 2009.

Growth in final domestic demand is expected to continue to contribute importantly to economic expansion in the second half of 2007 and through 2008 and 2009.

Consumer spending is projected to grow solidly over the projection period as a result of ongoing gains in both real disposable income and household net worth. Housing investment, after a further moderate increase to a very high level this year, is projected to decline slightly in 2008. In this base-case outlook, the tightening of credit conditions is tempering the momentum in household spending.

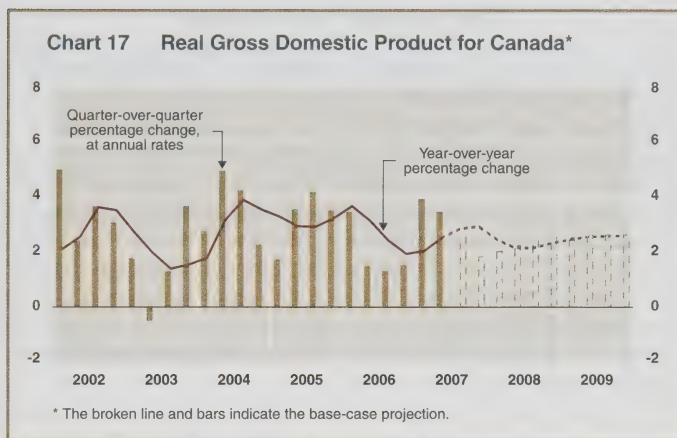
The tightening of credit conditions is also expected to lead some businesses to postpone some capital spending into 2009. Factors contributing to continued growth in business investment include pressures on production capacity, high levels for many commodity prices, strong profitability and solid balance sheets, and decreased prices of imported machinery and equipment.

The real growth of government spending on goods and services is expected to average just under 3 per cent through 2009.

While the growth in imports is expected to be robust over the projection period, the growth of Canadian exports is expected to be weak, owing to the projected slower growth of U.S. domestic demand to the end of 2008 and to the higher assumed level of the

Growth in final domestic demand is expected to contribute importantly to economic expansion.

Net exports are projected to exert a larger drag on growth than was the case in the July Update.



Canadian dollar. In particular, the tightening of credit conditions in the U.S. mortgage market will have a larger and more persistent adverse impact on demand for Canadian exports, especially building materials and consumer goods.⁵ On balance, net exports are expected to exert a larger drag on overall growth than was the case in the last *Update*.

With labour supply growth declining by about 0.1 per cent per year from 1 1/4 per cent in 2008, and trend productivity assumed to grow at a rate of 1 1/2 per cent, the assumption for potential output growth is 2.8 per cent in 2008 and 2.7 per cent in 2009, as in the July *Update*.

The degree of pressure on production capacity at the beginning of the projection period is slightly higher than in the July *Update*. With these growth profiles for GDP and potential output, the economy would remain in excess demand through to early 2009. In this base-case projection, there is no change in the policy interest rate. The effects of a weaker U.S. outlook and the higher assumed Canadian dollar, combined with a modest tightening in credit conditions, more than offset the stronger momentum in domestic demand, bringing aggregate demand back into line with aggregate supply a little more quickly than projected in the July *Update*.

The Canadian economy is projected to remain in excess demand through to early 2009.

5. The Bank's base-case projection for the United States incorporates a decrease in real residential investment of about 15 per cent in 2007 and 11 per cent in 2008. Estimates based on reduced-form models suggest that, all else being equal, this would translate into an adverse impact on Canadian real GDP of about 0.4 percentage points in 2007 and 0.3 percentage points in 2008. See Technical Box 1 in the April *Monetary Policy Report* for a similar analysis.

The outlook for inflation

Core inflation is expected to return to 2 per cent in the second half of 2008.

The core rate of inflation is expected to remain above 2 per cent through mid-2008, and then ease to 2 per cent in the second half of next year, staying there for the remainder of the projection period (Table 3). With weaker economic growth, excess demand pressures are expected to gradually dissipate. This should contribute to more moderate growth in the price of services, and the contribution to inflation coming from rising house prices is expected to diminish. The direct impact of the stronger Canadian dollar is also expected to contribute to modest additional downward pressure on inflation through lower import prices, and, as a result, the core rate is expected to return to the 2 per cent target a little earlier than in the last *Update*.

Total CPI inflation is expected to move up temporarily to about 3 per cent in late 2007 and then move back close to 2 per cent in the second half of 2008.

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI reflects both the slightly revised projected track for core inflation and expectations for energy prices. Total CPI inflation in the first half of 2008 is somewhat higher than in the last *Update*, owing to higher futures prices for crude oil. Total CPI inflation is expected to rise sharply over the remainder of this year to about 3 per cent in the fourth quarter. This reflects both the impact of the reduction in gasoline prices in late 2006 and the recent rise in spot and futures prices for crude oil, although this latter effect is tempered by the exchange rate appreciation and narrower margins seen recently. Thereafter, total CPI inflation is expected to move back close to the 2 per cent target in the second half of 2008 and stay there over the remainder of the projection period.

Table 3 Summary of the Base-Case Projection*

	2007				2008		2009
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	
Real GDP (quarterly growth or average quarterly growth at annual rates)**	3.9 (3.7)	3.4 (2.8)	2.5 (2.7)	1.8 (2.6)	2.1 (2.6)	2.5 (2.4)	2.6 (2.5)
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.0 (2.0)	2.5 (2.3)	2.8 (2.6)	2.9 (2.9)	2.3 (2.6)	2.2 (2.5)	2.5 (2.4)
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.3 (2.3)	2.4 (2.4)	2.2 (2.3)	2.3 (2.2)	2.2 (2.2)	2.0 (2.1)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	1.8 (1.8)	2.2 (2.3)	2.2 (2.6)	3.0 (3.0)	2.7 (2.4)	1.9 (2.1)	2.0 (2.0)
Total CPI (excluding the effect of changes in indirect taxes) (year-over-year percentage change)	2.3 (2.3)	2.7 (2.8)	2.3 (2.7)	3.0 (3.0)	2.7 (2.4)	1.9 (2.1)	2.0 (2.0)
WTI *** (level)	58 (58)	65 (65)	75 (71)	81 (71)	78 (72)	76 (73)	74 (73)

* Figures in parentheses are from the July *Monetary Policy Report Update*.

** For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.

*** Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 12 October 2007

Risks to the outlook

There have been a number of significant economic and financial developments since the July *Update*. Reflecting these developments, a number of the risks to the Bank's projection identified at that time have been realized to some extent. Stronger household demand, a sharper adjustment in the U.S. housing sector, and a stronger Canadian dollar have been reflected in the Bank's new base-case projection. This being said, significant upside and downside risks to the Bank's projection for inflation remain.

On the upside, the excess demand in the domestic economy may persist longer than projected, putting upward pressure on inflation. This risk could come from two sources: higher growth in household spending than projected and lower growth in productivity than assumed. The solid growth in household income, the acceleration in the growth of household credit and broad monetary aggregates, and the continued strength in house prices all point to the risk of greater momentum in household spending.

The main upside risk relates to the persistence of excess demand in the economy.

Weaker growth in labour productivity would translate into lower potential output growth than assumed in the base-case projection and, hence, greater upward pressure on unit labour costs and inflation.

The main downside risk is that the Canadian dollar could be persistently higher than the assumed average level.

On the downside, if the Canadian dollar exchange rate were to persist above the assumed level of 98 cents U.S. over the projection horizon for reasons not associated with stronger-than-projected demand for Canadian products, Canadian output and inflation would be lower. In addition, the base-case projection might underestimate the implications for demand for Canadian goods and services of the cumulative effect of the past appreciation of the exchange rate, given the considerable adjustment it entails for the Canadian economy. Prices for consumer goods could be lower than projected if competitive pressures induce a greater pass-through of the exchange rate appreciation. There is also a possibility that the more pronounced slowdown in the U.S. housing sector could have a larger-than-projected impact on consumption, further reducing U.S. demand for Canadian exports.

The risks to the inflation projection are roughly balanced, with perhaps a slight tilt to the downside.

All factors considered, the Bank judges that the risks to the projection for inflation are roughly balanced, with perhaps a slight tilt to the downside.

The future evolution and economic repercussions of ongoing global financial market developments represent an uncertainty for the outlook. There also remains a small probability of a disorderly resolution of global imbalances.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: 613 782-8248; toll free in North America: 1 877 782-8248;
email: publications@bankofcanada.ca
website: www.bankofcanada.ca

logement aux États-Unis freine la consommation plus qu'on ne s'y attend, et réduit encore la demande d'exportations canadiennes dans ce pays.

Tout bien considéré, la Banque estime que les risques entourant la projection en matière d'inflation sont relativement équilibrés, quoique les risques à la baisse puissent être légèrement prépondérants.

L'évolution future et les conséquences économiques de la situation sur les marchés financiers internationaux représentent également une source d'incertitude entachant les perspectives. Il subsiste ne se résorbent pas de façon ordonnée.

Les risques entourant la projection en matière d'inflation sont relativement équilibrés, quoique les risques à la baisse puissent être légèrement prépondérants.

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du Rapport au complet, du Sommaire ou de la Mise à jour, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais
en Amérique du Nord : 1 877 782-8248;
adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : www.banqueducanada.ca

soit tempéré par l'appréciation du dollar canadien et le rétrécissement des marges observé récemment. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait ensuite redescendre près de la cible de 2 % au second semestre de 2008 et s'y maintenir jusqu'à la fin de la période projetée.

Les risques pesant sur les perspectives

L'actualité économique et financière a été marquée par plusieurs événements importants depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet. En conséquence, un certain nombre des risques qui avaient été évoqués à l'époque se sont réalisés à des degrés divers. Dans son nouveau scénario de référence, la Banque tient compte du renforcement de la demande des ménages, du repli plus marqué du secteur du logement aux États-Unis et de l'appréciation du dollar canadien. Toutefois, des risques importants, tant à la hausse qu'à la baisse, continuent de peser sur la projection de la Banque en matière d'inflation.

Du côté des risques à la hausse, il y a la possibilité que la demande excédentaire au sein de l'économie canadienne persiste plus longtemps que prévu, ce qui accentuerait les pressions sur l'inflation. Ce risque pourrait provenir de deux sources, soit une progression des dépenses des ménages plus solide que ce à quoi l'on s'attend et un taux d'accroissement de la productivité inférieur aux hypothèses. La montée soutenue du revenu des ménages, l'accélération de la croissance des crédits qui leur sont accordés et des agrégats monétaires au sens large, ainsi que la vigueur continue des prix des maisons laissent tous entrevoir le risque d'un nouvel essor de la dépense des ménages. Une augmentation plus faible de la productivité du travail se traduirait par une croissance de la production potentielle moins élevée que ne le prévoit le scénario de référence et, du même coup, par une intensification des pressions à la hausse sur les coûts unitaires de main-d'œuvre et l'inflation. Du côté des risques à la baisse, si le taux de change du dollar canadien devait se maintenir au-dessus du niveau de 98 cents É.-U. postulé pour la période de projection pour des raisons qui ne seraient pas liées à une demande de produits canadiens plus élevée que prévu, la production et l'inflation au pays seraient plus faibles. En outre, l'incidence sur la demande de biens et de services canadiens de l'appréciation cumulative du huard pourrait se révéler plus importante qu'escompté, compte tenu de l'ajustement considérable que celle-ci implique pour l'économie du pays. Les prix des biens de consommation pourraient être plus bas que projeté si, du fait de pressions concurrentielles, la hausse du dollar canadien en vient à se repercuter davantage sur les prix intérieurs. Il existe aussi une possibilité que l'atonie plus prononcée du secteur du

Le principal risque à la hausse est lié à la persistance de la demande excédentaire au sein de l'économie.

Le plus important risque à la baisse tient à la possibilité que le taux de change du dollar canadien se maintienne au-dessus du niveau moyen pris pour hypothèse.

également à ce que l'appréciation du dollar canadien exerce une modeste pression supplémentaire à la baisse sur l'inflation, de par le recul des prix à l'importation. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait donc retourner à la cible de 2 % un peu plus tôt qu'on ne l'envisageait dans la *Mise à jour* de juillet.

Tableau 3 Résumé des projections selon le scénario de référence*

		2007			2008		2009
		1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.
PIB réel (taux de croissance trimestriels annualisés)**		3,9	3,4	2,5	1,8	2,1	2,5
		(3,7)	(2,8)	(2,7)	(2,6)	(2,6)	(2,4)
		2,6	2,5	2,2	2,1	2,5	(2,5)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)		2,0	2,5	2,8	2,9	2,3	2,2
		(2,0)	(2,3)	(2,6)	(2,9)	(2,6)	(2,5)
		2,5	2,2	2,3	2,2	2,5	(2,4)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)		2,3	2,4	2,2	2,3	2,2	2,0
		(2,3)	(2,4)	(2,3)	(2,2)	(2,2)	(2,1)
		2,0	2,2	2,2	3,0	2,7	1,9
IPC global (taux de variation en glissement annuel)		1,8	2,2	2,2	3,0	2,7	2,0
		(1,8)	(2,3)	(2,6)	(3,0)	(2,4)	(2,1)
		2,3	2,7	2,3	3,0	2,7	1,9
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)		(2,3)	(2,8)	(2,7)	(3,0)	(2,4)	(2,1)
		58	65	(65)	75	81	78
		(58)	(65)	(71)	(71)	(72)	(73)
WTT*** (niveau annuel)		(2,3)	(2,8)	(2,7)	(3,0)	(2,4)	(2,1)
		74	76	(73)	74	76	74
		(73)	(73)	(74)	(74)	(75)	(76)

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*.

** Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.

*** L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire (en \$ E.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 12 octobre 2007.

Les prévisions relatives au taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global reflètent la légère révision de la trajectoire projetée de l'inflation mesurée par l'indice de référence et les attentes concernant les prix de l'énergie. Le taux d'augmentation de l'IPC global sera un peu plus élevé au premier semestre de 2008 qu'on ne l'anticipait en juillet, compte tenu de la hausse des cours à terme du pétrole brut. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait grimper d'ici la fin de 2007, et s'établir à environ 3 % au quatrième trimestre, sous l'influence du repli des prix de l'essence survenu à la fin de 2006 et de l'ascension récente des cours au comptant et à terme du pétrole brut, encore que ce dernier effet

On s'attend à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global grimpe provisoirement aux alentours de 3 % à la fin de 2007, puis redescende à près de 2 % au second semestre de 2008.

élevé postulé pour le dollar canadien. En particulier, le resserrement des conditions du crédit sur le marché hypothécaire américain aura une incidence négative encore plus importante et prolongée sur la demande d'exportations canadiennes, surtout en ce qui concerne les matériaux de construction et les biens de consommation⁵. Dans l'ensemble, les exportations nettes devraient davantage freiner la croissance globale que ce qu'on envisageait en juillet.

En prenant pour hypothèse que la progression de l'offre de main-d'œuvre reculerait d'environ 0,1 point de pourcentage par an par rapport au taux de 1 1/4 % anticipé pour 2008 et que le taux d'accroissement tendantiel de la productivité s'établirait à 1 1/2 %, la Banque obtient un rythme d'expansion de la production potentielle de 2,8 % en 2008 et de 2,7 % en 2009 — taux identiques à ceux avancés dans la *Mise à jour* de juillet.

L'intensité des pressions s'exerçant sur la capacité de production au début de la période de projection est légèrement supérieure à celle prévue en juillet. Ces profils de croissance du PIB et de la production potentielle supposent que l'économie continuera d'afficher une demande excédentaire jusqu'au début de 2009. Dans ce scénario de référence, le taux directeur reste inchangé. L'incidence de la détérioration des perspectives de l'économie américaine et du cours plus élevé postulé pour le dollar canadien, conjuguée au faible resserrement des conditions du crédit, compense largement la plus grande vigueur de la demande intérieure, et, par conséquent, l'équilibre entre la demande et l'offre globales devrait se rétablir un peu plus rapidement qu'on ne l'escomptait en juillet.

Les perspectives en matière d'inflation

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintiendra au-dessus de 2 % jusqu'au milieu de 2008, puis qu'elle redescendra à 2 % au second semestre de l'an prochain et restera à ce niveau jusqu'à la fin de la période de projection (Tableau 3). Les pressions exercées par la demande excédentaire devraient s'estomper graduellement en raison du ralentissement de l'activité économique, ce qui contribuera à modérer la hausse des prix des services. De plus, l'incidence de l'augmentation des prix des maisons sur l'inflation devrait diminuer. On s'attend

5. Dans son scénario de référence pour les États-Unis, la Banque prévoit une baisse des investissements réels dans le logement de quelque 15 % en 2007 et 11 % en 2008. En se fondant sur des modèles de forme réduite, elle estime que, toutes choses égales par ailleurs, ce recul devrait retrancher environ 0,4 point de pourcentage de la croissance du PIB réel au Canada cette année et 0,3 point de pourcentage l'année suivante (pour une analyse similaire, voir la Note technique 1 de la livraison d'avril 2007 du *Rapport sur la politique monétaire*).

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait retourner à 2 % au second semestre de 2008.

L'économie canadienne devrait continuer d'afficher une demande excédentaire jusqu'au début de 2009.

Les exportations nettes devraient brider la croissance plus que prévu dans la Mise à jour de juillet.

Ainsi qu'on prévoit une robuste montée des importations à l'horizon projeté, la croissance des exportations canadiennes devrait être faible, en raison du tassement anticipé de la demande intérieure aux États-Unis jusqu'à la fin de 2008 et du cours plus

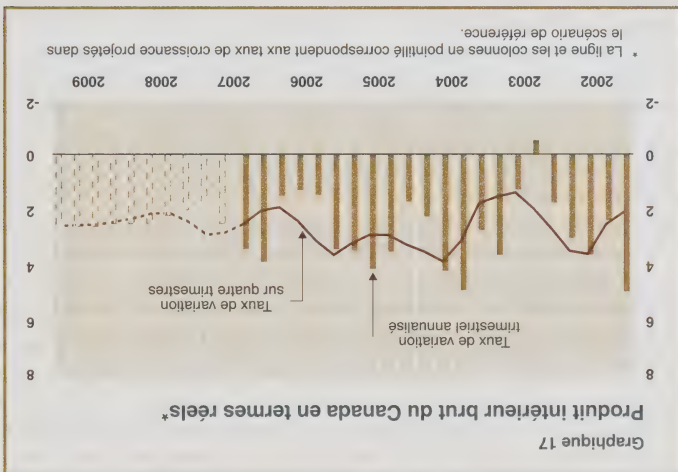
Le taux d'accroissement réel des dépenses publiques en biens et services devrait s'établir en moyenne à un peu moins de 3 % jusqu'en 2009.

On s'attend également à ce que ce resserrement amène certaines entreprises à reporter à 2009 des dépenses d'investissement. Parmi les facteurs contribuant à l'essor continu des investissements privés figurent les pressions qui s'exercent sur la capacité de production, le niveau élevé des cours de nombreux produits de base, la forte rentabilité des entreprises et la solidité de leurs bilans, ainsi que la diminution des prix des machines et du matériel importés.

La Banque entrevoit une augmentation vigoureuse des dépenses de consommation pendant la période considérée, découlant de gains constants au chapitre du revenu réel disponible et de l'avoir net des ménages. Après avoir encore grimpé modérément, jusqu'à atteindre un niveau considérable cette année, les investissements dans le secteur du logement devraient, quant à eux, reculer légèrement en 2008. Le scénario de référence suppose en outre que le resserrement des conditions du crédit modèrera les dépenses des ménages.

La progression de la demande intérieure finale devrait encore contribuer de façon importante à la croissance économique au second semestre de 2007 ainsi qu'en 2008 et en 2009.

La progression de la demande intérieure finale devrait contribuer de façon importante à la croissance économique.



pour avoisiner les 74 dollars É.-U. en 2009. En revanche, les cours à terme du gaz naturel sont inférieurs à ceux observés en juillet, surtout aux horizons courts.

La demande et l'offre globales au Canada

Le scénario de référence actuel pour le Canada, comparé à celui qui est présenté dans la *Mise à jour* de juillet, prévoit un plus haut niveau d'activité économique au milieu de 2007, mais une expansion un peu moins forte au cours des deux semestres suivants (Tableau 2). La poursuite de l'augmentation vigoureuse des revenus, que favorisent les prix élevés des produits de base et la force des marchés du travail, devrait contribuer à un essor soutenu de la demande intérieure. Trois facteurs viendraient toutefois freiner la hausse du PIB, soit la détérioration des perspectives concernant l'économie américaine, le niveau plus élevé postulé pour le huard et, dans une bien moindre mesure, les répercussions du léger resserrement des conditions du crédit. Le taux de croissance trimestriel devrait se situer en moyenne tout juste au-dessus de 2 % durant le second semestre de 2007 et la première moitié de 2008, puis remonter à un niveau proche du rythme d'expansion de la capacité de production d'ici le début de 2009 (Graphique 17). Le taux d'accroissement annuel moyen du PIB devrait pour sa part se chiffrer à 2,6 % en 2007, à 2,3 % en 2008 et à 2,5 % en 2009.

Tableau 2
Contribution à la croissance annuelle moyenne
du PIB réel
En points de pourcentage*

	2006	2007	2008	2009
Consommation	2,3 (2,3)	2,1 (2,1)	2,1 (1,9)	2,0 (1,8)
Logement	0,1 (0,1)	0,2 (0,1)	-0,1 (-0,1)	0 (-0,1)
Administrations publiques	0,8 (0,8)	0,6 (0,6)	0,7 (0,7)	0,6 (0,6)
Investissements fixes des entreprises	1,2 (1,2)	0,5 (0,6)	0,5 (0,6)	0,5 (0,4)
Total partiel : demande intérieure finale	4,4 (4,4)	3,4 (3,4)	3,2 (3,1)	3,1 (2,7)
Exportations	0,3 (0,3)	0,5 (0,6)	0,2 (0,9)	0,4 (0,9)
Importations	-1,6 (-1,6)	-1,2 (-1,4)	-1,2 (-1,5)	-1,0 (-1,2)
Total partiel : exportations nettes	-1,3 (-1,3)	-0,7 (-0,8)	-1,0 (-0,6)	-0,6 (-0,3)
Stocks	-0,3 (-0,3)	-0,1 (-0,1)	0,1 (0,1)	0 (0)
PIB	2,8 (2,8)	2,6 (2,5)	2,3 (2,6)	2,5 (2,4)

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la *Mise à jour* de juillet.

À la lumière des récentes révisions à la baisse des taux d'augmentation du PIB réel et de la productivité du travail observés par le passé aux États-Unis, la Banque a ramené à 2,8 % son estimation du taux d'accroissement de la production potentielle pour 2007, et à 2,6 % celui qu'elle postulait pour le reste de la période de projection. Elle prévoit par conséquent que l'offre excédentaire observée actuellement au sein de l'économie américaine sera résorbée d'ici la fin de 2009.

Compte tenu des perspectives de croissance mondiale, l'indice des prix des produits de base non énergétiques devrait se replier quelque peu au cours de la période de projection, tout en demeurant supérieur à celui anticipé dans la *Mise à jour* de juillet. En particulier, l'offre de métaux augmentera vraisemblablement à un rythme plus lent qu'on ne l'escomptait antérieurement, mais on pense encore que les prix reculeront de nouveau légèrement par rapport au très haut niveau qu'ils avaient atteint au deuxième trimestre. On prévoit maintenant que les cours des céréales et des oléagineux seront plus élevés qu'on l'avait envisagé, tandis que les prix du bois d'œuvre devraient rester bas.

Les cours au comptant du pétrole brut et les prix des contrats à terme se sont inscrits en hausse depuis juillet (Graphique 16). On s'attend à ce que le prix du baril de pétrole brut se situe aux alentours de 80 dollars E.-U. jusqu'au début de 2008, puis redescende

Les cours des produits de base non énergétiques devraient demeurer relativement élevés, même s'ils diminueront encore quelque peu.

Les cours à terme du pétrole donnent à penser que le prix de l'or noir redescendra graduellement et s'établira aux alentours de 74 \$ E.-U. en 2009.

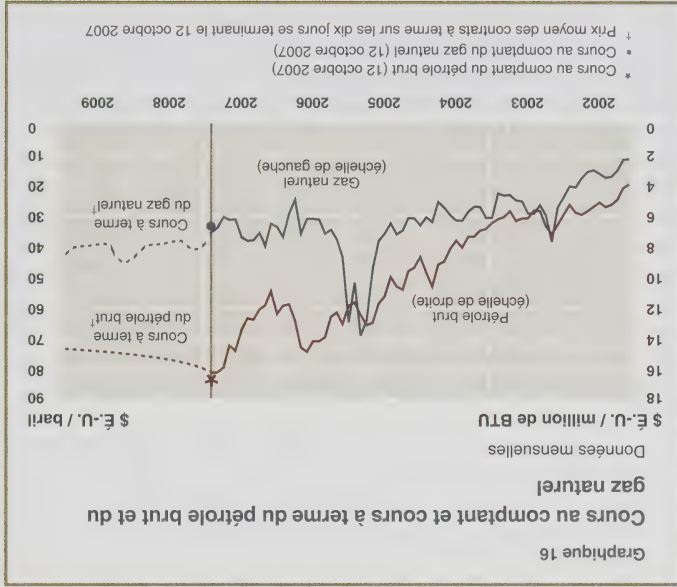


Tableau 1 Projection relative à la croissance mondiale						
Part du PIB mondial réel (en pourcentage)	2006	Croissance projetée ^b (en pourcentage)			Projection	
		2007			2008	2009
Etats-Unis	20	2,9 (3,3)	1,9 (2,1)	2,1 (3,0)	3,0 (3,0)	
Union européenne	19	2,9 (2,8)	2,6 (2,6)	2,0 (2,2)	2,2 (2,1)	
Japon	6	2,2 (2,2)	2,0 (2,6)	1,7 (1,9)	1,8 (1,8)	
Chine et ENI ^c d'Asie	18	10,0 (9,8)	10,0 (9,3)	9,4 (9,0)	8,0 (8,2)	
Autres pays	37	6,3 (6,2)	6,3 (5,9)	5,8 (5,7)	5,1 (5,3)	
Ensemble du monde	100	5,4 (5,4)	5,2 (5,0)	4,8 (4,8)	4,5 (4,6)	

a. La part de chaque pays est calculée d'après les PIB mesurés en partie des pouvoirs d'achat pour 2006. Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2007

b. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans la *Mise à jour de juillet du Rapport sur la politique monétaire*.

c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée du Sud, la Province chinoise de Taiwan et Singapour.

Source : Banque du Canada

La croissance économique reste forte en Chine et dans les pays à marché émergent d'Asie. Des pressions inflationnistes semblent se développer en Chine, où on observe une hausse des prix des produits de base tels que les aliments et l'énergie. Les autorités de ce pays ont pris des dispositions afin de contenir l'augmentation de la demande globale et des prix, mais la Banque suppose qu'elles en adopteront d'autres encore.

Les projections relatives à la croissance du PIB américain ont été revues à la baisse et s'établissent à 1,9 % pour 2007 et à 2,1 % pour 2008, ce qui est nettement en deçà des taux de 2,1 % et de 3 % avancés dans la *Mise à jour* de juillet. L'économie devrait connaître une reprise en 2009. Le scénario de référence de la Banque suppose désormais un ralentissement plus prononcé et plus durable de la demande intérieure aux États-Unis. Des indicateurs plus récents laissent en effet entrevoir un recul plus marqué que prévu de l'activité dans le secteur résidentiel, ce qui aura pour effet d'amplifier et de prolonger l'ajustement des investissements dans ce domaine, comparativement aux projections antérieures. La faiblesse du secteur du logement devrait entraîner une diminution des autres dépenses de consommation, dont l'ampleur devrait toutefois être limitée quelque peu par la réduction des taux d'intérêt pratiquée dernièrement aux États-Unis. Parallèlement, l'incidence de la dépréciation cumulative du dollar américain en termes effectifs réels continuera de stimuler les exportations nettes, ce qui compensera en partie l'affaiblissement de la demande intérieure.

Les projections relatives à la croissance du PIB américain ont été revues à la baisse pour 2007 et 2008.

4. LES PERSPECTIVES

La présente section fait état du scénario de référence de la Banque concernant les économies mondiale et canadienne pour la période se terminant à la fin de 2009. Les projections sont fondées sur plusieurs hypothèses clés. Premièrement, la Banque suppose que, durant la période de projection, le taux de change du dollar canadien s'établira en moyenne à 98 cents E.-U., soit au milieu de la fourchette de 93 à 103 cents E.-U. dans laquelle il s'est maintenu depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet. Deuxièmement, elle fait l'hypothèse que les cours de l'énergie évolueront conformément aux cours actuels des contrats à terme. Troisièmement, on suppose que les conditions du crédit dans le monde demeureront plus restrictives et, en ce qui concerne le Canada, que le coût du crédit aux entreprises et aux ménages, par rapport au taux du financement à un jour, restera supérieur de quelque 25 points de base à celui qui avait été observé avant les récentes turbulences sur les marchés financiers. Quatrièmement, on postule que le taux d'accroissement tendanciel de la productivité du travail au pays sera de 1 1/2 % au cours de la période de projection. Enfin, la Banque table sur un ajustement ordonné des déséquilibres mondiaux.

La conjoncture internationale

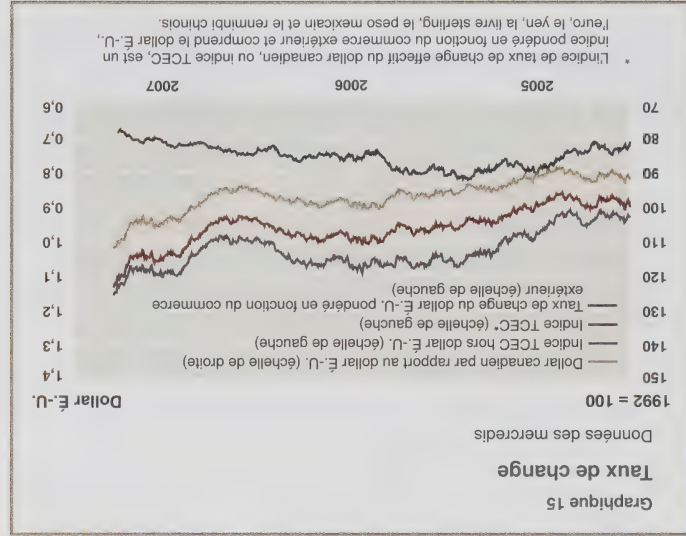
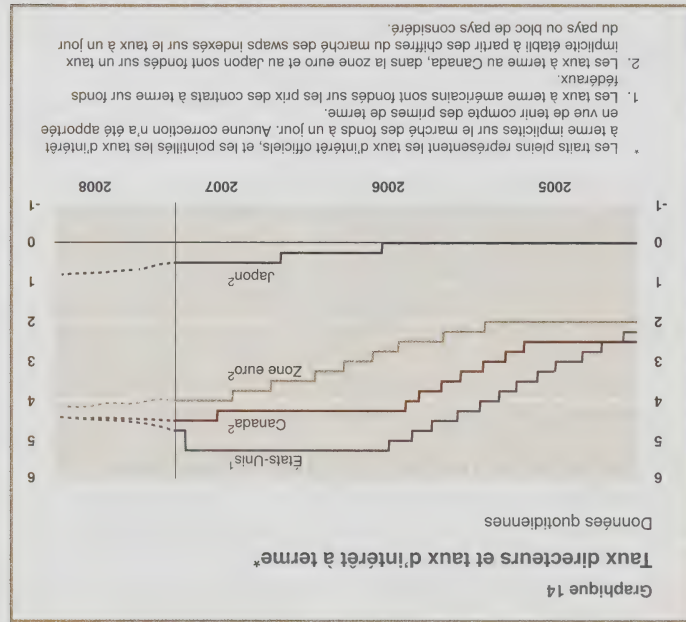
Sous l'impulsion des pays en développement, l'économie mondiale a progressé à un rythme vigoureux pendant les trois premiers trimestres de 2007. La Banque estime désormais que le taux de croissance moyen pour l'ensemble de l'année devrait être légèrement supérieur aux prévisions de la *Mise à jour* de juillet. Cela dit, on s'attend toujours à ce que l'expansion de l'économie mondiale ralentisse un peu en 2008 et 2009 (Tableau 1).

Au Japon et dans la zone euro, la croissance économique a été un peu plus faible que prévu, mais le tassement des investissements qui en est la cause ne devrait pas durer, compte tenu de la robuste croissance générale des bilans et des profits des entreprises. De plus, l'amélioration constante de la situation sur les marchés du travail continuera de soutenir les dépenses des ménages. Globalement, on s'attend à ce que les taux de croissance au Japon et dans la zone euro avoisinent ceux de la production potentielle au cours des prochaines années, malgré quelques effets à court terme liés aux difficultés actuelles des marchés financiers et au repli de la demande américaine. L'expansion de l'économie du Royaume-Uni a été plus vigoureuse qu'anticipé au premier semestre. Toutefois, les récentes turbulences financières devraient ramener la croissance, à brève échéance, à un niveau plus proche de celle de la production potentielle.

L'économie mondiale continue de progresser à un rythme vigoureux.

Les taux de croissance au Japon et dans la zone euro devraient avoisiner ceux de la production potentielle.

demande intérieure. Il reste que la hausse qu'il a enregistrée récemment se révèle plus importante que ce à quoi on se serait attendu compte tenu de l'évolution passée du taux de change.





Les taux directeurs et les taux de change

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a abaissé le taux cible des fonds fédéraux de 50 points de base le 18 septembre, et les taux courts donnent à penser qu'une nouvelle réduction modérée est anticipée pour les mois à venir. Dans leur évaluation, les marchés envisagent la probabilité d'un léger relèvement des taux directeurs par la Banque centrale européenne et la Banque du Japon durant les prochains mois (Graphique 14). Au Canada, les attentes des marchés, qui sont fondées sur les taux d'intérêt à court terme, portent actuellement à croire que le taux directeur ne changera guère dans les mois qui viennent.

En juillet et en août, le dollar canadien a évolué généralement à l'intérieur de la fourchette de 93 à 95,5 cents E.-U. avancée dans la *Mise à jour* de juillet, mais il s'est depuis lors apprécié de façon marquée, grimpaant jusqu'à 1,03 dollar E.-U. (Graphique 15). Cette appréciation récente est due, en partie, à l'affaiblissement généralisé du billet vert (face aux monnaies des principaux partenaires commerciaux des États-Unis dotés d'un régime de changes flexibles). Elle s'est produite dans un contexte de détérioration des perspectives concernant l'expansion économique et l'inflation, et de baisse du taux directeur chez nos voisins du sud. Par ailleurs, le dollar canadien continue d'être porté par la fermeté des prix des matières premières, en particulier du pétrole, et la vigueur de la

Le taux directeur a été réduit de 50 points de base aux États-Unis le 18 septembre, et les taux d'intérêt à court terme reflètent les anticipations de modestes baisses de taux.

Le dollar canadien s'est apprécié considérablement depuis la parution de la dernière *Mise à jour*, et ce, dans le contexte d'un affaiblissement généralisé du dollar E.-U.

Note technique 3

Le coût et la disponibilité du crédit au Canada

Au Canada, les conditions du crédit se sont resserrées depuis la fin de juillet sous l'effet d'une réévaluation des primes de risque, les investisseurs s'étant montrés plus réticents à détenir un large éventail de titres du secteur privé, au premier chef le papier commercial adossé à des actifs. Le degré du resserrement, envisagé sous l'angle de la disponibilité et du coût du financement pour les institutions financières, les entreprises et les ménages, est difficile à mesurer. Et comme la situation continue d'évoluer, une grande incertitude entoure les estimations à ce sujet. Mais une chose est claire : le coût des emprunts sur le marché et auprès des banques a augmenté, et les conditions du crédit se sont durcies.

Le coût du financement supporté par les banques canadiennes qui recourent à divers instruments du marché a augmenté de 10 à 35 points de base par rapport au taux où il se situait à la fin de juillet. La hausse du coût des dépôts a été plus modeste.

Certains taux d'emprunt affichés par les institutions financières ont monté au cours des derniers mois. Les taux effectifs payés par les entreprises et les particuliers se sont aussi accrus, les banques ayant réduit les rabais qu'elles offrent sur les taux affichés (comme le taux préférentiel). En outre, certaines institutions financières ont durci les clauses restrictives applicables aux nouveaux prêts, alors que d'autres ont signalé une diminution du volume des prêts octroyés. Au total, on estime que les coûts effectifs des prêts consentis aux ménages et aux entreprises par les institutions financières ont progressé d'environ 20 à 35 points de base.

Le coût des fonds mobilisés par les marchés financiers a aussi augmenté quelque peu depuis juillet. La majoration du coût global des emprunts contractés sur le marché à court terme serait de l'ordre de 20 à 30 points de base. Les prix observés tendent à indiquer que le coût du financement à long terme est demeuré à peu près inchangé; cependant, le volume des émissions a été relativement faible et demeure concentré dans les titres de bonne qualité¹. Par conséquent, il est probable que les prix ne reflètent pas fidèlement l'état réel des conditions d'emprunt. Le coût moyen pondéré du crédit consenti aux sociétés non financières a progressé d'au moins 15 à 25 points de base, une fois prises en compte les différentes composantes du financement bancaire et du financement sur le marché.

Dans l'ensemble, estime-t-on, le coût des emprunts des ménages et des entreprises est d'environ 25 points de base supérieur, par rapport au taux du financement à un jour, à ce qu'il était avant les événements de cet été, et l'offre et les conditions de crédit se sont resserrées quelque peu.

1. La baisse du rendement des titres d'État ayant été un peu plus marquée que l'accroissement des écarts de crédit ces derniers mois, les frais d'intérêts liés aux titres de sociétés bien cotées ont diminué.

La plupart d'entre elles détiennent aujourd'hui des stocks anormalement élevés de ce type de produits. Les banques sont en outre appelées à fournir des prêts et du crédit de substitution, conformément à des engagements préalables à l'égard de lignes de crédit, aux sociétés qui ont cessé de se financer sur le marché. Bien qu'elles aient suffisamment de capitaux et de liquidités pour honorer leurs engagements financiers, il reste que l'augmentation actuelle des frais de financement a conduit les banques à resserrer les conditions du crédit. Ce resserrissement se fait sentir dans le coût, la disponibilité et les modalités du crédit accordé aux entreprises et aux ménages (Note technique 3). Pour certaines entreprises, cependant, la pression à la hausse exercée par la montée des coûts des emprunts sur le coût du capital en général a été compensée dans une certaine mesure par une légère pression à la baisse exercée par la vigueur des marchés boursiers sur le coût du financement par actions.

La croissance des crédits aux entreprises et aux ménages s'est accélérée en juillet et en août, alors qu'elle se situait déjà à des niveaux respectables (Graphique 12). Depuis, les banques ont quelque peu durci les modalités d'octroi de prêts aux entreprises et majoré le coût du crédit, aussi bien du côté des firmes que de celui des ménages. Cette évolution aura probablement un effet modérateur sur les emprunts.



Les conditions du crédit se sont durcies quelque peu.

L'expansion des agrégats monétaires au sens large est restée robuste depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet et laisse entrevoir des pressions à la hausse sur l'inflation tout au long de 2008 (Graphique 13).

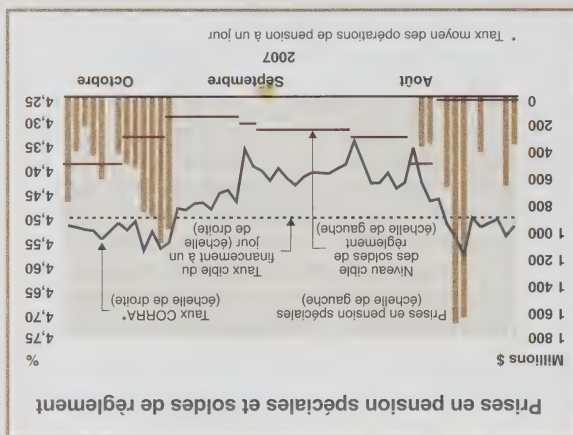
Note technique 2

La mise en œuvre de la politique monétaire : le maintien du coût du financement à un jour au taux visé

Le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire au Canada est axé sur le maintien du taux du financement à un jour près de la cible visée¹. Le principal outil que la Banque du Canada utilise pour influencer sur ce taux est la fourchette opérationnelle de 50 points de base, dont elle renforce l'application grâce à ses mécanismes permanents d'octroi de liquidités et de dépôt. Lorsque le coût du financement à un jour s'écarte du taux visé, la Banque procède à des opérations de pension sur le marché et modifie le niveau des soldes de règlement fournis au système financier. Si les fonds à un jour se négocient généralement à un taux supérieur à la cible, la Banque intervient au moyen de prises en pension spéciales; dans le cas contraire, elle conclut des cessions en pension. En outre, la Banque peut influencer sur le taux à un jour en visant un niveau supérieur ou inférieur au montant normal de 25 millions de dollars pour les soldes de règlement.

Des prises en pension spéciales ont régulièrement lieu en fin de mois, de trimestre et d'année, ainsi que durant les périodes où des flux de paiement considérables transistent par le système. La Banque a fait appel aux prises en pension spéciales et aux cessions en pension et modifié le niveau des soldes de règlement, selon les besoins, à diverses reprises en 1999 — à l'approche de l'entrée en service du Système de transfert de paiements de grande valeur — ainsi qu'au début de 2006, pour contrecarrer des pressions durables à la baisse sur le taux à un jour.

Depuis le début d'août, la Banque a de nouveau eu recours à ces instruments pour neutraliser les pressions à la hausse s'exerçant sur le taux à un jour et maintenir ce dernier près de la cible.



1. Voir le document « La cible visée par la Banque du Canada pour le taux du financement à un jour — Le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire », publié sous forme d'annexe à l'article de Christopher Reid paru dans la livraison du printemps 2007 de la *Revue de la Banque du Canada* (www.bank-banque-canada.ca/fr/revue/printemps07/reid-f.pdf). On trouvera d'autres renseignements à l'adresse www.banqueducanada.ca/fr/lvts/lvts_primier_2007f.pdf.

3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

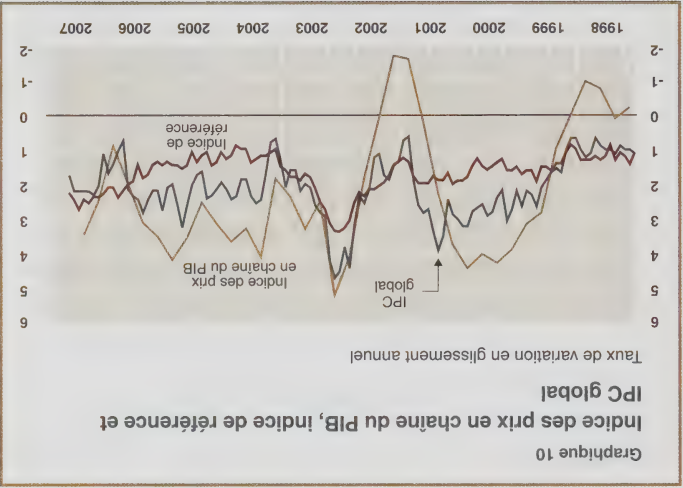
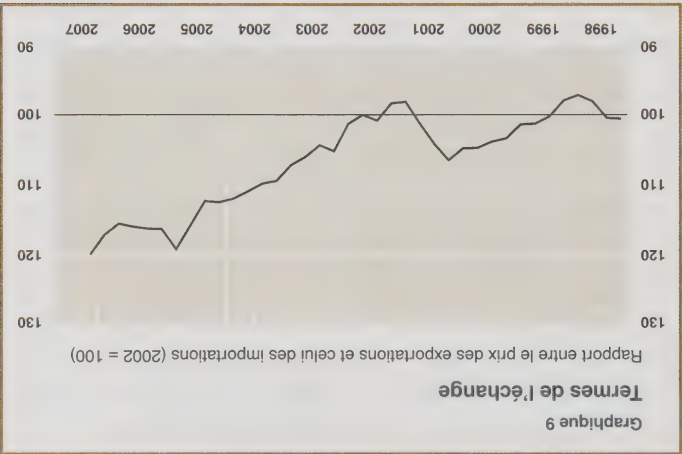
Au cours des récents mois, l'ampleur inattendue des pertes liées aux prêts hypothécaires à risque aux États-Unis a eu certaines conséquences sur les marchés financiers mondiaux. L'incertitude entourant l'évaluation des produits financiers structurés s'est accentuée, et les investisseurs se sont tournés vers les obligations d'État et les bons du Trésor, assortis d'un risque plus faible, ce qui a entraîné un creusement des écarts de crédit. Les institutions financières et les entreprises des grands pays industrialisés, dont le Canada, ont dû faire face à une hausse des taux d'intérêt à court terme (Graphique 11). Dans ce contexte, la Banque du Canada a procédé à des opérations courantes à quelques occasions afin d'injecter des liquidités destinées à favoriser un fonctionnement efficace des marchés financiers canadiens et de maintenir le taux du financement à un jour près de la cible de 4,50 % (Note technique 2). Même si les perturbations des marchés financiers se sont quelque peu atténuées depuis août, ceux-ci sont encore en proie à une incertitude accrue.



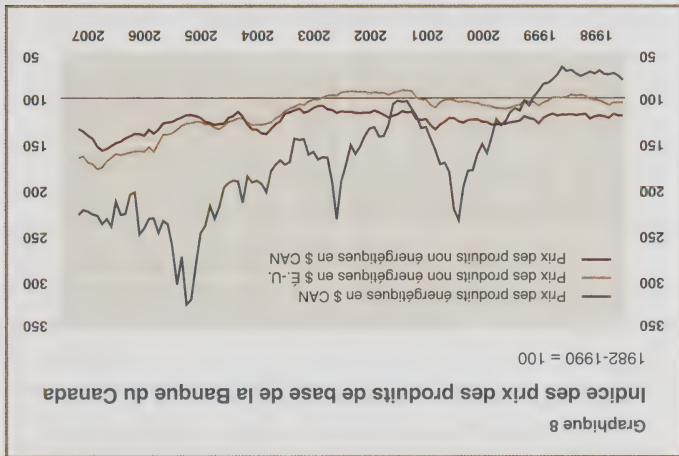
Les événements récents survenus sur les marchés financiers ont eu pour effet de creuser les écarts de crédit.

Les institutions financières sont confrontées à des besoins de financement anormalement élevés.

Les institutions financières canadiennes se trouvent aux prises avec un très net accroissement des besoins de financement. Les récentes turbulences sur les marchés de la titrisation les ont amenées à prendre des mesures pour soutenir leurs propres programmes d'émission de papier commercial adossé à des actifs, au point où



durant la période de dix jours terminée le 12 octobre 2007. Ce renchérissement est dû surtout à la vigueur continue de la demande mondiale et au niveau quasi inchangé de l'offre à court terme.



Un redressement des termes de l'échange soutiendra la progression des revenus tout au long de 2007.

Les termes de l'échange du Canada se sont redressés pendant la première moitié de 2007, à la faveur de la hausse marquée des cours des produits de base non énergétiques (Graphique 9). Par conséquent, le taux de variation sur quatre trimestres de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) est passé de 0,9 % au quatrième trimestre de 2006 à 3,5 % au deuxième trimestre de 2007 (Graphique 10). Le rythme de progression de l'indice des prix en chaîne de la demande intérieure ayant ralenti pour s'établir à 2,5 % au second trimestre, cette évolution implique une poussée des revenus réels au Canada.

Les termes de l'échange devraient demeurer élevés au deuxième semestre de 2007, ce qui favorisera vraisemblablement une croissance soutenue du PIB nominal et, par le fait même, des bénéfices des sociétés et des recettes fiscales des administrations publiques.

pénuries de main-d'œuvre, lors de l'enquête menée cet automne par la Banque, a progressé par rapport à l'enquête précédente. Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction est d'avis que, dans l'ensemble, l'économie tournait à environ 3/4 % au-dessus de son plein potentiel au troisième trimestre de 2007.

Le Conseil de direction est d'avis que l'économie tournait à environ 3/4 % au-dessus de son plein potentiel au troisième trimestre de 2007.

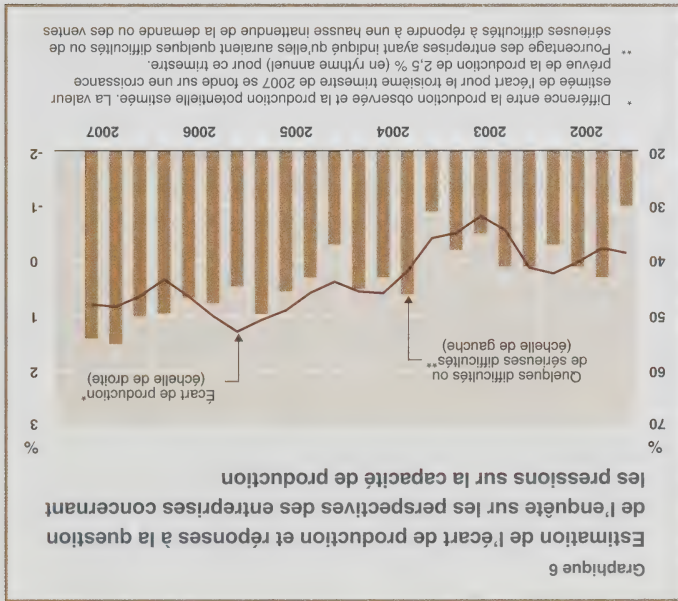


Les prix des produits de base et des extrants et les termes de l'échange

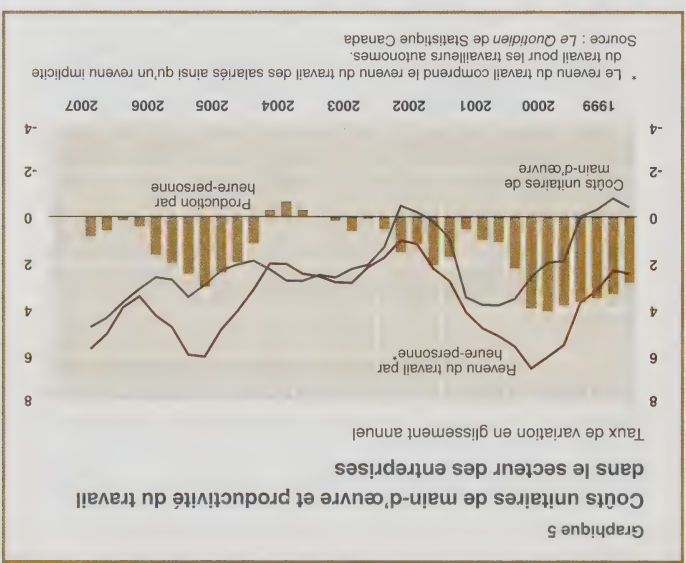
Ces derniers mois, les prix mondiaux des produits de base non énergétiques ont légèrement diminué par rapport au sommet atteint en mai, mais ils restent élevés dans l'ensemble (Graphique 8). Les cours des métaux ont fléchi, partiellement à cause du resserrement des conditions du crédit à l'échelle du globe, mais se sont redressés depuis. De plus, le repli actuel du marché du logement aux États-Unis a contribué à réduire davantage la demande de bois d'œuvre. Par contre, les prix des céréales et des oléagineux ont continué leur ascension, en raison surtout des répercussions des conditions climatiques défavorables sur les stocks mondiaux.

Le prix du baril de pétrole brut léger (West Texas Intermediate), qui avoisinait 72 dollars E.-U. au moment de la publication de la *Mise à jour* de juillet, s'est chiffré en moyenne à 81 dollars E.-U. ... mais les cours du pétrole brut ont augmenté.

L'option selon laquelle l'économie fonctionne au-dessus de sa capacité de production.



En septembre, le ratio de l'emploi à la population égalait son sommet historique, tandis que le taux de chômage touchait son niveau le plus bas des 33 dernières années. Toutes les mesures de l'évolution de la rémunération se sont raffermies ces derniers mois et concordent maintenant davantage avec les autres indicateurs des tensions présentes sur les marchés du travail. Le taux de variation sur douze mois du salaire horaire moyen des employés permanents tiré des données de l'Enquête sur la population active que publie Statistique Canada (considéré comme un indicateur fiable de la variation sous-jacente des salaires globaux) est remonté pour se situer entre 3 et 4 % de juin à septembre (Graphique 7). Le rythme de croissance sur un an de la rémunération horaire établie selon les comptes de la productivité de Statistique Canada — un indicateur plus volatil — a quant à lui augmenté de façon encore plus marquée pour atteindre 5,7 % au deuxième trimestre de 2007 (Graphique 5). Sous l'effet des majorations importantes de la rémunération horaire dans le secteur des entreprises, les coûts unitaires de main-d'œuvre affichaient une hausse de 4,8 % au deuxième trimestre de 2007, comparativement au niveau où ils se situaient un an plus tôt. La proportion de firmes ayant signalé des



L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Selon la plupart des indicateurs, l'économie canadienne fonctionne davantage au-dessus de son potentiel qu'on ne le projetait au moment de la publication de la *Mise à jour* de juillet.

Les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne révèlent qu'une forte proportion de firmes estiment encore qu'elles auraient du mal à faire face à une hausse inattendue de la demande (Graphique 6). D'après la mesure dont se sert habituellement la Banque pour estimer l'écart de production, l'économie tournait à une cadence dépassant de 0,8 % sa capacité au troisième trimestre de 2007 (Graphique 6), soit un chiffre un peu supérieur à celui avancé dans la *Mise à jour* de juillet⁴. En revanche, le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publié par Statistique Canada témoigne de pressions quelque peu inférieures à la moyenne sur l'appareil de production au deuxième trimestre de 2007. Cela dit, le fait que l'inflation mesurée par l'indice de référence dépasse en moyenne 2 % depuis septembre 2006 conforte

4. Le niveau de la demande excédentaire au troisième trimestre de 2007, estimé à l'aide de la mesure usuelle de la Banque, est supérieur d'à peu près 0,2 point de pourcentage à celui prévu dans la *Mise à jour* de juillet. Cette augmentation est due à une légère révision à la hausse du niveau projeté du PIB réel au troisième trimestre et à une légère réduction du niveau estimé de la capacité de production.

Selon la plupart des indicateurs, l'économie fonctionne davantage au-dessus de son potentiel qu'on ne le projetait au moment de la publication de la *Mise à jour* de juillet.

4. Le niveau de la demande excédentaire au troisième trimestre de 2007, estimé à l'aide de la mesure usuelle de la Banque, est supérieur d'à peu près 0,2 point de pourcentage à celui prévu dans la *Mise à jour* de juillet. Cette augmentation est due à une légère révision à la hausse du niveau projeté du PIB réel au troisième trimestre et à une légère réduction du niveau estimé de la capacité de production.

Parallèlement, les importations ont augmenté plus fortement que les exportations, poussées par le dynamisme de la demande intérieure et l'appréciation qu'a connue le dollar canadien ces dernières années.

Les exportations nettes, au deuxième trimestre de 2007, ont néanmoins ralenti la croissance un peu moins qu'on ne s'y attendait. Ce résultat semble tenir à des facteurs temporaires, les données préliminaires du troisième trimestre laissant en effet entrevoir une diminution marquée des exportations nettes.

L'offre globale

Le nombre d'heures travaillées dans le secteur des entreprises a progressé de 1,6 % en glissement annuel au deuxième trimestre de 2007, ce qui représente une modeste baisse comparativement au taux d'accroissement moyen des trois années précédentes. Ce léger ralentissement de la hausse du nombre d'heures travaillées est surtout attribuable à la réduction de la durée moyenne de la semaine de travail, la création d'emplois étant demeurée relativement ferme.

La croissance de la productivité du travail dans le secteur des entreprises a augmenté, atteignant 0,9 % en rythme annuel au deuxième trimestre de cette année, ce qui était encore quelque peu inférieur au taux moyen enregistré pendant la période de 2004 à 2006 (Graphique 5). Cette situation pourrait s'expliquer en partie par le transfert de main-d'œuvre et de capital vers les secteurs de l'exploitation des matières premières et de la production de biens et services non échangeables, dans la mesure où la main-d'œuvre et le capital peuvent accuser une certaine perte de productivité en pareille période d'ajustement. Dans le secteur des ressources naturelles, les cours relativement élevés des produits de base ont contribué d'encourager l'exploitation de ressources plus coûteuses à extraire, ramenant ainsi la productivité à un niveau inférieur à celui qu'elle aurait affiché autrement.

Pour établir l'évolution de la capacité de production, la Banque analyse les variations de l'offre de main-d'œuvre et de la productivité du travail en les scindant selon leurs composantes tendancielles et cycliques. Après avoir mis à jour sa mesure usuelle en fonction des données les plus récentes, la Banque estime que le rythme d'expansion moyen de la production potentielle s'est chiffré à quelque 2,5 % de 2004 à 2006, soit un taux légèrement inférieur aux estimations précédentes.

On estime que le rythme d'expansion moyen de la production potentielle s'est chiffré à environ 2,5 % pour la période de 2004 à 2006.

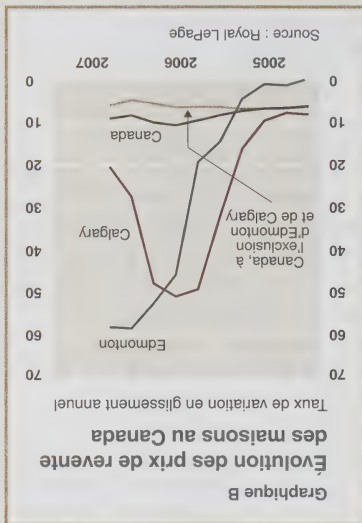
Note technique 1

L'évolution récente du marché canadien du logement

L'investissement dans le secteur du logement au Canada affiche cette année encore un fort dynamisme, alimenté par la vigueur de l'emploi, une hausse soutenue des revenus, des taux d'intérêt relativement bas et les modalités très flexibles du crédit hypothécaire (Graphique A). Cet essor a dépassé les attentes de la Banque.

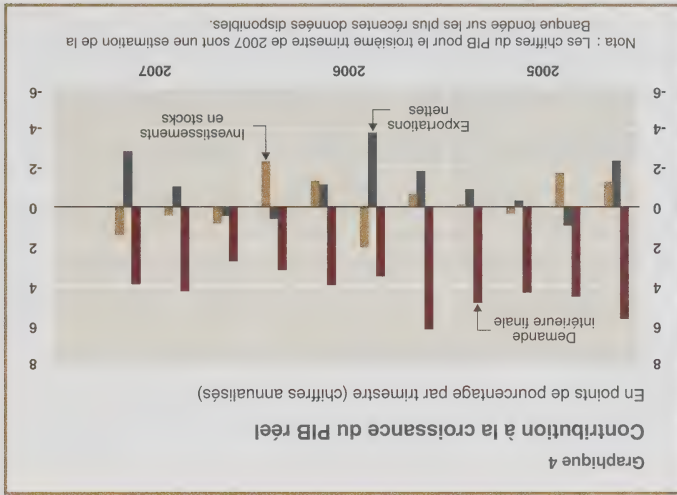
Cette solide activité s'est accompagnée d'une augmentation des prix plus vive que prévu, surtout sur le marché de la vente. En Alberta en particulier, les prix de vente des maisons ont beaucoup grimpé dans les principaux centres depuis 2005 (Graphique B). Si la hausse des prix a ralenti à Calgary cette année à la faveur d'une montée de l'offre, elle s'est par contre accélérée à Edmonton et n'a montré des signes de stabilisation que récemment. Les augmentations observées en Alberta demeurent bien au-dessus de la moyenne nationale. Mais alors que la progression des prix des maisons se modérât en Alberta, ailleurs au pays, certaines grandes villes connaissent un nouvel élan des prix de vente en 2007. Ainsi, en Saskatchewan, les prix des maisons ont enregistré de fortes hausses, du fait d'une conjoncture économique favorable, d'un bilan migratoire positif et d'une offre limitée de logements.

Le renchérissement des maisons au Canada depuis quelques années a permis aux propriétaires de financer une partie de leurs dépenses de consommation grâce aux prêts garantis par la valeur nette des propriétés. La Banque estime que le recours accru à ce type de financement a contribué de façon importante à soutenir la croissance des dépenses réelles des ménages ces dernières années.



demande intérieure finale est demeurée forte mais que l'effet modérateur des exportations nettes s'est accentué. En outre, les données actuellement disponibles tendent à indiquer que le PIB réel se serait accru d'environ 2,5 %, soit un chiffre légèrement inférieur à celui de 2,7 % projeté dans la dernière *Mise à jour*.

La demande intérieure finale est restée le principal moteur de la croissance du PIB pendant les six premiers mois de 2007 (Graphique 4). Le revenu disponible réel des particuliers a augmenté considérablement, grâce à la vigueur du marché du travail. L'avoir net des ménages a continué de progresser, à la faveur de l'amélioration des termes de l'échange du Canada et du renchérissement substantiel des maisons. De plus, l'essor appréciable du crédit aux ménages s'est poursuivi. Ces facteurs ont favorisé une forte hausse des dépenses des ménages, dont les investissements dans le logement (Note technique 1). Par contre, la croissance des dépenses d'investissement des entreprises s'est sensiblement ralentie. Les dépenses dans le secteur des hydrocarbures en particulier ont fléchi, en grande partie à cause de l'incidence qu'a eue le recul des cours du gaz naturel sur les activités de forage classique.



... alors que les exportations nettes ont exercé un effet modérateur.

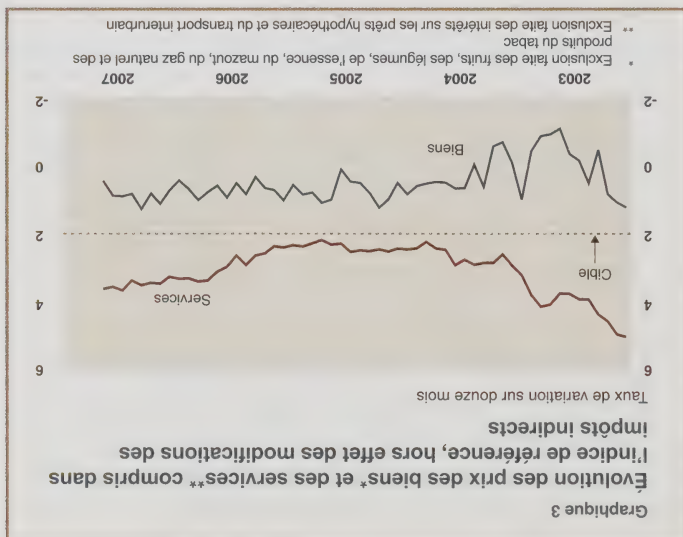
La croissance du PIB réel du Canada s'est nettement accélérée au premier semestre de 2007, pour atteindre un taux annualisé de 3,7 %. À 3,4 %, le taux d'expansion du PIB réel au deuxième trimestre a dépassé le chiffre de 2,8 % avancé dans la Mise à jour de juillet. Ce dynamisme inattendu tient à la hausse plus marquée des dépenses des ménages et à l'effet modérateur moins important que prévu exercé par les exportations nettes³. Les données disponibles pour le troisième trimestre donnent à penser que la 3. De même, par suite de la révision à la baisse du volume des importations, le taux de croissance au premier trimestre, estimé au départ à 3,7 %, a été revu légèrement à la hausse et s'établit maintenant à 3,9 %.

La demande globale

Les facteurs qui influent sur l'inflation

Les principaux indicateurs des attentes d'inflation demeurent aux alentours de 2 %. Le taux d'augmentation moyen de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2008 s'inscrit légèrement au-dessus de 2 %. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne, plus de 80 % des firmes sondées estiment que la hausse de l'IPC se maintiendra à l'intérieur d'une fourchette de 1 à 3 %, en moyenne, durant les deux prochaines années. En ce qui concerne l'inflation à long terme, les prévisionnistes continuent de tabler sur des taux très proches de 2 %.

Les principaux indicateurs des attentes d'inflation demeurent aux alentours de 2 %.



La croissance économique au Canada a été supérieure aux projections au premier semestre de 2007.

perturbations de l'offre au printemps passé. Les prix du gaz naturel ont aussi été plus bas que prévu.



2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation tendancielle s'est située au-dessus de 2 % au cours de la dernière année, alors que l'inflation mesurée par l'IPC global, qui dépassait aussi les 2 % depuis le printemps, est descendue temporairement à 1,7 % en août sous l'effet des fluctuations des prix de certaines des composantes les plus volatiles (Graphique 1). Le taux d'accroissement de l'indice de référence¹, un indicateur plus fiable de la tendance fondamentale de l'inflation que la hausse de l'IPC global, s'est établi en moyenne à 2,3 % ces derniers mois, comme on l'avait projeté dans la *Mise à jour de juillet*. Ce résultat est dû aux pressions soutenues qui s'exercent sur la capacité de production de l'économie. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que suit la Banque sont aussi demeurées au-dessus de 2 % en juillet et en août (Graphique 2)². Les effets de la forte demande intérieure se sont fait particulièrement sentir sur les prix des services inclus dans l'indice de référence (Graphique 3). L'augmentation des frais de logement a été un peu plus prononcée qu'on ne s'y attendait, en raison de la vigueur plus grande que prévue à l'extérieur de l'Alberta. De plus, les prix des aliments inclus dans l'indice de référence ont poursuivi leur ascension rapide, du fait de la progression continue des cours des céréales et des oléagineux. La pression baissière que la réduction des prix de nombreux biens à forte teneur en importations (comme les biens semi-durables et les biens ménagers durables) exerce sur l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est atténuée encore davantage, toutefois, des rabais plus généreux ont été consentis aux acheteurs d'automobiles.

L'inflation tendancielle s'est située au-dessus de 2 % au cours de la dernière année, alors que l'inflation mesurée par l'IPC global, qui dépassait aussi les 2 % depuis le printemps, est descendue temporairement à 1,7 % en août sous l'effet des fluctuations des prix de certaines des composantes les plus volatiles (Graphique 1). Le taux d'accroissement de l'indice de référence¹, un indicateur plus fiable de la tendance fondamentale de l'inflation que la hausse de l'IPC global, s'est établi en moyenne à 2,3 % ces derniers mois, comme on l'avait projeté dans la *Mise à jour de juillet*. Ce résultat est dû aux pressions soutenues qui s'exercent sur la capacité de production de l'économie. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que suit la Banque sont aussi demeurées au-dessus de 2 % en juillet et en août (Graphique 2)². Les effets de la forte demande intérieure se sont fait particulièrement sentir sur les prix des services inclus dans l'indice de référence (Graphique 3). L'augmentation des frais de logement a été un peu plus prononcée qu'on ne s'y attendait, en raison de la vigueur plus grande que prévue à l'extérieur de l'Alberta. De plus, les prix des aliments inclus dans l'indice de référence ont poursuivi leur ascension rapide, du fait de la progression continue des cours des céréales et des oléagineux. La pression baissière que la réduction des prix de nombreux biens à forte teneur en importations (comme les biens semi-durables et les biens ménagers durables) exerce sur l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est atténuée encore davantage, toutefois, des rabais plus généreux ont été consentis aux acheteurs d'automobiles.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a été moins élevé qu'espéré, en raison du niveau des prix de certaines des composantes les plus volatiles. C'est le cas, entre autres, de l'essence, dont les prix reflètent une réduction des marges bénéficiaires occasionnée par un retour plus hâtif qu'anticipé de la production nord-américaine à des niveaux plus normaux après les

L'inflation mesurée par l'IPC global est descendue temporairement à 1,7 % en août.

1. L'indice de référence exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, le maout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

2. La mesure IPCP est influencée par les modifications de la TPS et des autres impôts indirects. Sans cet effet, le taux de variation d'IPCP aurait aussi excédé 2 % de février à juin 2007.

l'indice de référence devrait redescendre progressivement à 2 % au second semestre de 2008, soit un peu plus tôt qu'on ne l'avait anticipé, puis s'y maintenir jusqu'à la fin de la période de projection. Sous l'effet du renchérissement de l'énergie, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait augmenter fortement au quatrième trimestre de 2007, pour s'établir à quelque 3 %. Elle devrait ensuite revenir à la cible de 2 % au deuxième semestre de l'année prochaine et y rester.

Un certain nombre des risques qui avaient été évoqués dans la *Mise à jour* de juillet se sont réalisés à des degrés divers. Dans son nouveau scénario de référence, la Banque tient compte du renforcement de la demande des ménages au Canada, du repli plus marqué du secteur du logement aux États-Unis et de l'appréciation du dollar canadien.

Toutefois, des risques importants, tant à la hausse qu'à la baisse, continuent de peser sur la projection de la Banque en matière d'inflation. Du côté des risques à la hausse, il y a la possibilité que la demande excédentaire au sein de l'économie canadienne persiste plus longtemps que prévu. Cette évolution pourrait découler de deux sources, soit une progression des dépenses des ménages plus solide que ce à quoi on s'attend et un taux d'accroissement de la productivité inférieur aux hypothèses. Du côté des risques à la baisse, si le taux de change du dollar canadien devait se maintenir au-dessus du niveau de 98 cents E.-U. postulé pour la période de projection pour des raisons qui ne seraient pas liées à une demande de produits canadiens plus élevée que prévu, la production et l'inflation seraient plus faibles. En outre, l'effet de l'appréciation passée du dollar canadien sur la demande et l'inflation pourrait se révéler plus important qu'escamoté, et l'incidence de la faiblesse du secteur du logement aux États-Unis, plus grande que projeté.

Tout bien considéré, la Banque estime que les risques entourant la projection en matière d'inflation sont relativement équilibrés, quoique les risques à la baisse puissent être légèrement prépondérants. En outre, la durée et les conséquences économiques des événements ayant secoué dernièrement les marchés financiers ainsi que la possibilité d'une correction désordonnée des déséquilibres mondiaux représentent une source d'incertitude entachant les perspectives.

Dans ces circonstances, la Banque a laissé inchangé son taux directeur, à 4,50 %, le 5 septembre et le 16 octobre. Elle juge, à l'heure actuelle, que le taux cible du financement à un jour se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation à moyen terme.

1. VUE D'ENSEMBLE

L'actualité économique et financière a été marquée par plusieurs événements importants depuis la publication de la *Mise à jour* de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*. Avec en toile de fond la robuste expansion économique mondiale et les cours élevés des matières premières, la croissance de l'économie canadienne a été supérieure aux prévisions par suite de la vigueur considérable de la demande intérieure. L'économie fonctionne maintenant davantage au-delà de son potentiel qu'on ne l'avait alors anticipé. L'inflation mesurée par l'indice de référence, qui s'est maintenue au-dessus de 2 % au cours de la dernière année, se situait à 2,2 % au mois d'août. L'inflation mesurée par l'IPC global, qui dépassait la cible de 2 % depuis le printemps, est descendue temporairement à 1,7 % en août. Depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet, les perspectives d'évolution de l'économie américaine se sont assombries en raison du ralentissement plus important que prévu dans le secteur du logement. La Banque a revu à la baisse sa projection concernant l'expansion du PIB aux États-Unis, tablant maintenant sur un taux de 1,9 % en 2007 et de 2,1 % en 2008. La croissance dans ce pays devrait remonter à 3 % en 2009.

En juillet et en août, le dollar canadien s'est échangé généralement à l'intérieur d'une fourchette allant de 93 à 95,5 cents E.-U., mais il s'est depuis lors apprécié de façon marquée, grimpa jusqu'à 1,03 dollar E.-U. Dans son nouveau scénario de référence, la Banque suppose que le cours du dollar canadien s'établira en moyenne à 98 cents E.-U., soit au milieu de la fourchette dans laquelle il s'est maintenu depuis la publication de la *Mise à jour* de juillet. De plus, les conditions du crédit se sont resserrées par suite de l'évolution des marchés financiers cet été. En ce qui concerne le Canada, la Banque fait l'hypothèse que le coût du crédit aux entreprises et aux ménages par rapport au taux du financement à un jour sera de 25 points de base supérieur, au cours de la période de projection, à ce qu'il était avant l'été.

Malgré le resserrement des conditions du crédit, la demande intérieure au Canada devrait rester vigoureuse. Mais compte tenu des effets combinés de la détérioration des perspectives de croissance aux États-Unis et du niveau plus élevé postulé pour le dollar canadien, les exportations nettes exerceront en 2008 et 2009 un effet modérateur sur l'économie plus prononcé qu'on ne l'avait d'abord envisagé. Par conséquent, l'économie canadienne devrait progresser de 2,6 % en 2007, de 2,3 % en 2008 et de 2,5 % en 2009. À la faveur du rétablissement de l'équilibre au sein de l'économie et étant donné l'incidence directe du raffermissement du dollar

TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble	5
2. L'évolution récente de l'inflation	7
L'inflation et la cible de 2 %	7
Les facteurs qui influent sur l'inflation	9
La demande globale	9
L'offre globale	12
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie	13
Les prix des produits de base et des extrants et les termes de l'échange ..	15
3. L'évolution financière	18
Les conditions du crédit	18
Les taux directeurs et les taux de change ..	22
4. Les perspectives	24
La conjoncture internationale	24
La demande et l'offre globales au Canada ..	27
Les perspectives en matière d'inflation ..	29
Les risques pesant sur les perspectives ..	31
Notes techniques	
1. L'évolution récente du marché canadien du logement	11
2. La mise en oeuvre de la politique monétaire : le maintien du coût du financement à un jour au taux visé ..	19
3. Le coût et la disponibilité du crédit au Canada	21

Depuis une quinzaine d'années, le Canada profite d'une croissance soutenue, d'un taux d'inflation bas et stable ainsi que d'une gestion de plus en plus saine des finances publiques. [...] Le Canada doit sa santé économique durable, du moins en partie, à son solide cadre de politique macroéconomique, qui repose entre autres sur une politique monétaire transparente axée sur la poursuite de cibles d'inflation [...] et sur une saine politique budgétaire.

David Dodge

*Gouverneur, Banque du Canada
12 septembre 2007*

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Octobre 2007 —

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth et Tiff Macklem.*

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imposer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un *indice de référence* qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

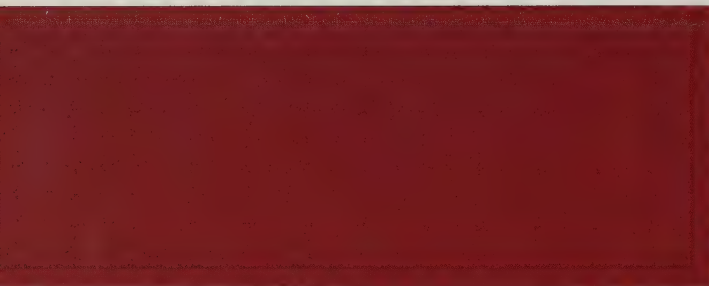
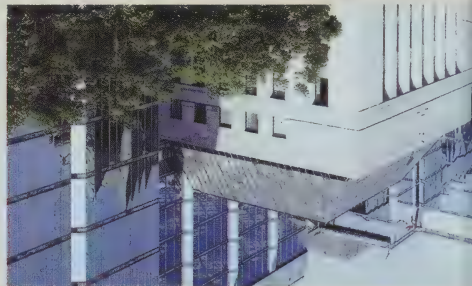
* Voir à ce sujet la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », le communiqué émis le 23 novembre 2006 et la note d'information publiée le même jour. Ces trois documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2007





BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Government
Publications

Monetary Policy Report Summary

October 2007

This is a summary of the Monetary Policy Report of the Governing Council of the Bank of Canada. The Report is based on information received up to the fixed announcement date on 16 October 2007.

Overview

There have been a number of significant economic and financial developments since the time of the July *Monetary Policy Report Update*. Against a backdrop of robust global economic expansion and strong commodity prices, growth in the Canadian economy has been stronger than projected with considerable momentum in domestic demand. The economy is now operating further above its production potential than had been previously expected. The core rate of inflation, which has been above 2 per cent for the past year, was 2.2 per cent in August. Total consumer price inflation fell temporarily in August to 1.7 per cent, having been above the 2 per cent inflation target since the spring.

Since the July *Update*, the outlook for the U.S. economy has weakened because of greater-than-expected slowing in the housing sector. The Bank has revised down its projection for U.S. GDP growth to 1.9 per cent in 2007 and 2.1 per cent in 2008. U.S. growth is expected to pick up to 3 per cent in 2009.

The Canadian dollar generally traded in a range of 93 to 95.5 cents U.S. in July and August, but since then it has appreciated sharply to as high as US\$1.03. In the Bank's new base-case projection, the Canadian dollar is assumed to average 98 cents, the midpoint of the range since the July *Update*. As well, there has been a tightening of credit conditions stemming from financial market developments this summer. For

Canada, the Bank assumes that the cost of credit for firms and households relative to the overnight rate will be 25 basis points higher over the projection period than it was prior to the summer.

Despite these tighter credit conditions, momentum in domestic demand in Canada is expected to remain strong. The combined

Highlights

- The Canadian economy is operating further above its production capacity than previously expected.
- Momentum in domestic demand is projected to remain strong, but net exports will exert more of a drag.
- Canadian GDP is projected to grow by 2.6 per cent in 2007, 2.3 per cent in 2008, and 2.5 per cent in 2009.
- Both core and total inflation are expected to return to 2 per cent in the second half of 2008.
- There are significant upside and downside risks to the Bank's inflation projection that are judged to be roughly balanced, with perhaps a slight tilt to the downside.
- The Bank judges, at this time, that the current level of the target for the overnight rate is consistent with achieving the inflation target over the medium term.

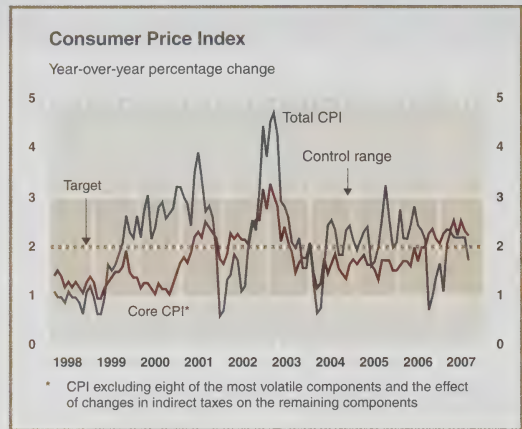
effect of a weaker U.S. outlook and a higher assumed level for the Canadian dollar implies, however, that net exports will exert a more significant drag on the economy in 2008 and 2009 than previously expected. As a result, the Canadian economy is projected to grow by 2.6 per cent in 2007, 2.3 per cent in 2008, and 2.5 per cent in 2009.

With the economy moving back towards balance, and with the direct effect of the stronger Canadian dollar on consumer prices, core inflation is projected to gradually decline to 2 per cent in the second half of 2008—slightly earlier than previously expected—and to remain there for the balance of the projection period. Higher energy prices are expected to push total inflation up sharply in the fourth quarter of 2007 to about 3 per cent. Inflation is then expected to fall back to the 2 per cent target in the second half of next year and to stay there.

A number of the risks identified in the July *Update* have been realized to some extent. Stronger household demand in Canada, a sharper adjustment in the U.S. housing sector, and a stronger Canadian dollar have been reflected in the Bank's new base-case projection.

But significant upside and downside risks to the Bank's inflation projection remain. On the upside, excess demand in the Canadian economy could persist longer than projected. This could come from two sources: higher growth in household spending than projected and lower growth in productivity than assumed. On the downside, if the Canadian dollar were to persist above the level of 98 cents U.S. assumed over the projection horizon for reasons not associated with stronger-than-projected demand for Canadian products, this would result in lower output and inflation. In addition, the effect of the past appreciation of the Canadian dollar on demand and inflation could be greater than expected, and the effect of the weakness in the U.S. housing sector could be larger than projected.

All factors considered, the Bank judges that the risks to its inflation projection are



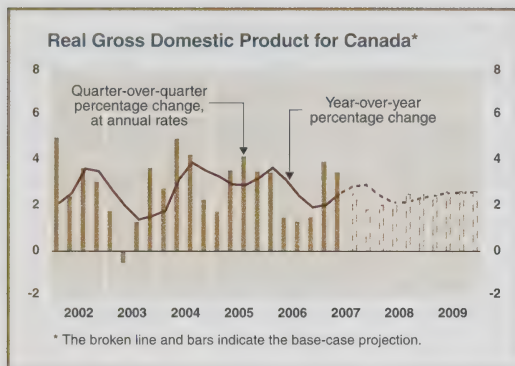
roughly balanced, with perhaps a slight tilt to the downside.

In addition, the duration and economic repercussions of recent financial market developments and the possibility of a disorderly unwinding of global imbalances represent an uncertainty for the outlook.

Against this backdrop, the Bank left its key policy rate unchanged on 5 September and 16 October at 4.50 per cent. The Bank judges, at this time, that the current level of the target for the overnight rate is consistent with achieving the inflation target over the medium term.

Recent Developments

Total consumer price inflation fell temporarily to 1.7 per cent in August, after remaining above the 2 per cent target since the spring. The August dip reflected unexpected softness in the prices of some of the most volatile components of the index, particularly gasoline and natural gas. The core rate of inflation has remained above 2 per cent for the past year, reflecting ongoing pressures on production capacity in the economy. In August, core inflation was 2.2 per cent. Signs of strong domestic demand were seen in the rising costs of services, including shelter-related costs. Core food prices have also risen sharply, reflecting higher prices for grains and oilseeds.



Growth in the Canadian economy over the first half of the year was stronger than earlier projected. Real GDP growth was 3.4 per cent in the second quarter, higher than the 2.8 per cent projected in the July *Update*. Final domestic demand continued to be the main driver of growth in the first half, underpinned by growth in disposable income, a strong increase in household credit, and gains in household net worth that reflected rising house prices and Canada's improved terms of trade.

Canadian exports increased modestly in the first half of 2007, but imports grew more vigorously, reflecting the strength of domestic demand. Currently available information suggests that the economy grew at an annual rate of 2.5 per cent in the third quarter, slightly lower than the 2.7 per cent projected in the July *Update*.

With the stronger-than-expected growth in the first half, the Canadian economy is now operating further above its production capacity than was previously expected. The Governing Council judges that the economy is operating about 3/4 of one per cent above its production capacity in the third quarter of 2007.

In financial markets, greater-than-expected losses related to U.S. subprime mortgages led to global uncertainty about the valuations of structured products, a decline in investor appetite for risk, and increased demand for liquidity. Investors shifted into less-risky government securities,

causing credit spreads to widen and funding costs for financial institutions to rise. As a result, credit conditions have tightened since late July, with financial institutions modestly restricting access to credit by tightening their terms of credit to firms and increasing the price of credit to both firms and households.

The Canadian dollar generally traded in the range of 93 to 95.5 cents U.S. assumed in the *Update* through July and August, but has since appreciated sharply to as high as US\$1.03. This recent movement reflects broad-based weakness in the U.S. dollar, as well as support for the Canadian dollar from commodity prices—particularly oil—and continued strong domestic demand. That said, the magnitude of the recent appreciation appears to be stronger than historical experience would have suggested.

Prospects for Growth and Inflation

The global economy is now projected to grow somewhat more strongly in 2007 than projected in the July *Update*, before easing modestly in 2008 and 2009, as previously expected. Strength in developing economies is offsetting a weaker outlook for GDP growth in the United States. The base-case projection for the United States has been lowered to 1.9 per cent in 2007 and 2.1 per cent in 2008. This projection includes a deeper and longer slowdown in domestic demand. But lower U.S. interest rates should help to moderate weakness from the housing sector, and the real depreciation of the U.S. dollar should boost U.S. net exports. U.S. GDP growth is projected to pick up in 2009, although excess supply is projected to remain through to the end of that year.

Although Canada's economic growth in the first half of 2007 was somewhat stronger than earlier projected, the projection for the second half of this year and for the first half of 2008 is somewhat weaker than that in the July *Update*, owing to an increased drag from net exports. This reflects the downward revision to the growth projection for U.S. GDP, as

well as the effect of the higher assumed level of the Canadian dollar.

Final domestic demand will continue to be the main contributor to growth through 2009, with solid gains projected in consumer spending. The modest tightening of credit conditions is expected to slightly reduce the momentum of domestic demand, however.

With the outlook for the U.S. economy improving by 2009, net exports should begin to exert less of a drag on growth.

All told, economic growth in Canada is projected to average just over 2 per cent in the second half of 2007 and the first half of next year, before edging up to just below the growth rate of capacity by the beginning of 2009. On an average annual basis, this implies growth of 2.6 per cent in 2007, 2.3 per cent in 2008, and 2.5 per cent in 2009.

The assumption for potential output growth is 2.8 per cent this year and next, and 2.7 per cent in 2009. In the base-case projection, the economy remains in excess demand before returning to its production capacity in early 2009. The anticipated slowing in the U.S. economy, combined with the stronger Canadian dollar and modestly tighter credit conditions, more than offset the momentum in domestic demand, bringing aggregate demand and supply back into balance. In this base-case projection, there is no change in the policy interest rate.

The core rate of inflation is projected to remain above 2 per cent through mid-2008, then ease to 2 per cent and remain there through 2009. The upward pressure on inflation coming from demand pressures and higher house prices is expected to ease gradually. The effect of the higher assumed level of the Canadian dollar should also contribute directly to lower import prices, helping

Summary of the Base-Case Projection*

	2007				2008		2009
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	
Real GDP (quarterly growth or average quarterly growth at annual rates)**	3.9 (3.7)	3.4 (2.8)	2.5 (2.7)	1.8 (2.6)	2.1 (2.6)	2.5 (2.4)	2.6 (2.5)
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.0 (2.0)	2.5 (2.3)	2.8 (2.6)	2.9 (2.9)	2.3 (2.6)	2.2 (2.5)	2.5 (2.4)
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.3 (2.3)	2.4 (2.4)	2.2 (2.3)	2.3 (2.2)	2.2 (2.2)	2.0 (2.1)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	1.8 (1.8)	2.2 (2.3)	2.2 (2.6)	3.0 (3.0)	2.7 (2.4)	1.9 (2.1)	2.0 (2.0)
WTI *** (level)	58 (58)	65 (65)	75 (71)	81 (71)	78 (72)	76 (73)	74 (73)

* Figures in parentheses are from the July *Monetary Policy Report Update*.

** For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.

*** Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 12 October 2007

to bring core inflation back to 2 per cent a little earlier than projected in July.

The outlook for total CPI inflation reflects a higher projected track for energy prices. The base-case projection sees total inflation rising sharply to about 3 per cent in the fourth quarter, then moving back down to the 2 per cent target in the second half of 2008, where it remains over the rest of the projection period.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: 613 782-8248; toll free in North America: 1 877 782-8248;
email: publications@bankofcanada.ca; or visit our website: www.bankofcanada.ca

Bank of Canada Regional Offices

Atlantic Provinces

1583 Hollis Street, 5th Floor
Halifax, Nova Scotia B3J 1V4
David Amirault, *Senior Regional Representative (Economics)*
Monique LeBlanc, *Senior Regional Representative (Currency)*

Quebec

1501 McGill College Avenue,
Suite 2030
Montréal, Quebec H3A 3M8
Thérèse Laflèche, *Senior Regional Representative (Economics)*
Phuong Anh Ho Huu, *Senior Regional Representative (Currency)*

Ontario

150 King Street West, 20th Floor,
Suite 2000
Toronto, Ontario M5H 1J9
Hung-Hay Lau, *Senior Regional Representative (Economics)*
Manuel Parreira, *Senior Regional Representative (Currency)*

Prairie Provinces, Nunavut, and Northwest Territories

404 – 6th Avenue SW, Suite 200
Calgary, Alberta T2P 0R9
Mark Illing, *Senior Regional Representative (Economics)*
Ted Mieszkalski, *Senior Regional Representative (Currency)*

British Columbia and Yukon

200 Granville Street, Suite 2710
Vancouver, British Columbia
V6C 1S4
Farid Novin, Lori Rennison, *Senior Regional Representatives (Economics)*
Trevor Frers, *Senior Regional Representative (Currency)*

New York Office

Canadian Consulate General
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020-1175
U.S.A.
Zahir Lalani, *Consul and Senior Representative for the Bank of Canada*

For Further Information about the Bank of Canada

Publications

Monetary Policy Report and Update

A detailed summary of the Bank's policies and strategies, as well as a look at the current economic climate and its implications for inflation. The *Report* is published in April and October; the *Update* is published in January and July. Without charge.

Business Outlook Survey

Published quarterly. Without charge.

Financial System Review

Brings together the Bank's research, analyses, and judgments on various issues and developments concerning the financial system. Published semi-annually. Without charge.

Bank of Canada Review

A quarterly publication that contains economic commentary and feature articles. By subscription.

Bank of Canada Banking and Financial Statistics

A comprehensive package of Canadian data. Published monthly. By subscription.

Weekly Financial Statistics

A 20-page package of banking and money market statistics. By subscription.

For information about these and other publications, contact:

Publications Distribution
234 Wellington Street, Ottawa K1A 0G9
Telephone: 613 782-8248
Toll free in North America: 1 877 782-8248
Fax: 613 782-8874
Email: publications@bankofcanada.ca

Internet

www.bankofcanada.ca

Provides timely access to press releases, speeches by the Governor, most of our major publications, and current financial data.

Public Information

For general information on the role and functions of the Bank, contact our Public Information Office.

Telephone: 1 800 303-1282
Fax: 613 782-7713
Email: info@bankofcanada.ca

For information on unclaimed balances:

Telephone: 1 888 891-6398
Fax: 613 782-7802
Email: ucbalances@bankofcanada.ca

Bureaux régionaux de la Banque du Canada

Colombie-Britannique	Ontario	Provinces de l'Atlantique	Québec	Provinces des Prairies,	Provinces de l'Atlantique
et Yukon	150, rue King Ouest, 20 ^e étage,	Halifax (Nouvelle-Écosse)	1501, avenue McGill College,	Nunavut et Territoires	David Amtrial, représentant principal (Monnaie)
200, rue Granville, bureau 2710	bureau 2000	1583, rue Hollis, 5 ^e étage	bureau 2030	du Nord-Ouest	Monique LeBlanc, représentante principale (Monnaie)
Vancouver (Colombie-	Toronto (Ontario) M5H 1J9	B3J 1V4	Montréal (Québec) H3A 3M8	404 – 6th Avenue SW, Suite 200	David Amtrial, représentant principal (Analyse économique)
Britannique) V6C 1S4	Hung-Hay Lau, représentant principal (Analyse économique)		Thérèse Laflèche, représentante principale (Analyse économique)	Calgary (Alberta) T2P 0R9	Phuong Anh Ho Huu, représentant principal (Monnaie)
Farid Novin et Lori Remnison, représentants principaux (Analyse économique)	Manuel Parreira, représentant principal (Monnaie)			Mark Illing, représentant principal (Analyse économique)	
Trevor Freres, représentant principal (Monnaie)				Ted Mieszkalski, représentant principal (Monnaie)	
Bureau de New York					
Consulat général du Canada					
1251 Avenue of the Americas					
New York, NY 10020-1175					
États-Unis					
Zahir Lalani, consul et représentant principal de la Banque du Canada					

Pour de plus amples renseignements sur la Banque du Canada

Publications

Rapport sur la politique monétaire et Mise à jour
Compte rendu détaillé de la politique et des stratégies de la Banque du Canada et analyse de la conjoncture économique et de son incidence sur l'inflation. Le *Rapport* paraît en avril et en octobre; la *Mise à jour*, en janvier et en juillet. Publications gratuites.

Enquête sur les perspectives des entreprises

Publication trimestrielle gratuite

Revue du système financier

Publication semestrielle qui rassemble les recherches, les analyses et les opinions de la Banque du Canada sur diverses questions concernant le système financier.

Revue de la Banque du Canada

Publication trimestrielle contenant des commentaires de nature économique et des articles de fond.

Sur abonnement.

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada

Recueil complet de données financières se rapportant au Canada. Publication mensuelle. Sur abonnement.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières

Recueil de 20 pages de statistiques sur les banques et le marché monétaire. Sur abonnement.

Information publique

Pour obtenir des renseignements d'ordre général sur le rôle et les fonctions de la Banque, communiquer avec le Service d'information publique :
Téléphone : 1 800 303-1282
Télécopieur : 613 782-7713
Adresse électronique : info@banqueducanada.ca

Internet

Accès rapide aux communiqués et aux discours du gouverneur, aux principales publications de la Banque ainsi qu'à des données financières à jour

www.banqueducanada.ca

Pour se renseigner sur les soldes non réclamés :

Adresse électronique : info@banqueducanada.ca
Télécopieur : 613 782-7713
Téléphone : 1 800 303-1282
Téléphone : 1 888 891-6398

Adresse électronique : soldesnr@banqueducanada.ca

demande intérieure, rétablissant ainsi l'équilibre entre la demande et l'offre globales. Dans ce scénario, le taux directeur demeure inchangé.

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintiendra au-dessus de 2 % jusqu'au milieu de 2008, puis qu'elle redescendra à 2 % et restera à ce niveau jusqu'à la fin de 2009. Les pressions à la hausse sur l'inflation exercées par la demande excédentaire et la montée des prix des logements devraient s'estomper graduellement. On s'attend également à ce que le niveau plus élevé postulé pour le dollar canadien contribue directement au recul des prix à l'importation, de sorte que l'indice de référence devrait retourner à la cible de 2 % un peu plus tôt qu'on ne l'envisageait en juillet.

Les perspectives relatives au taux d'accroissement de l'IPC global tiennent compte du relèvement anticipé des cours de l'énergie. Le scénario de référence prévoit que l'inflation mesurée par l'IPC global augmentera fortement au quatrième trimestre, pour s'établir à environ 3 %, puis redescendra à la cible de 2 % au second semestre de 2008 et s'y maintiendra pendant le reste de la période de projection.

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada est publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du Rapport au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9. Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais en Amérique du Nord : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca; site Web : www.banqueducanada.ca

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* de juillet du Rapport sur la politique monétaire.

** Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.

*** L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediat (en \$ E.-U., le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 12 octobre 2007.

Résumé des projections selon le scénario de référence*											
			2007			2008			2009		
PIB réel (taux de croissance trimestriels annua- lisés)**	1 ^{er} trim.	2 ^e sem.	1 ^{er} trim.	2 ^e sem.	1 ^{er} trim.	2 ^e sem.	1 ^{er} trim.	2 ^e sem.	1 ^{er} trim.	2 ^e sem.	1 ^{er} trim.
PIB réel	2,0	2,5	2,8	2,9	2,3	2,2	2,5	2,2	2,5	2,2	2,5
(taux de variation en glissement annuel)	(2,0)	(2,3)	(2,6)	(2,9)	(2,6)	(2,6)	(2,5)	(2,4)	(2,5)	(2,4)	(2,5)
Indice de référence	2,3	2,4	2,2	2,3	2,2	2,2	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
(taux de variation en glissement annuel)	(2,3)	(2,4)	(2,3)	(2,2)	(2,2)	(2,2)	(2,1)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)
IPC global	1,8	2,2	2,2	3,0	2,7	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
(taux de variation en glissement annuel)	(1,8)	(2,3)	(2,6)	(3,0)	(2,4)	(2,1)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)	(2,0)
WT***	58	65	75	81	78	76	74	74	74	74	74
(niveau)	(58)	(65)	(71)	(71)	(72)	(73)	(73)	(73)	(73)	(73)	(73)

les exportations nettes. La Banque prévoit que l'expansion du PIB américain s'accélérera en 2009, quoiqu'une offre excédentaire devrait persister au sein de l'économie américaine jusqu'à la fin de cette année-là.

Si la croissance de l'économie canadienne pendant le premier semestre de 2007 a quelque peu dépassé les prévisions antérieures de la Banque, celle-ci entrevoit, pour la seconde moitié de 2007 et les six premiers mois de 2008, un taux d'expansion légèrement inférieur à celui qu'elle anticipait dans la *Mise à jour* de juillet, et ce, à cause de l'effet modérateur plus prononcé exercé par les exportations nettes. Cet ajustement reflète la révision à la baisse des projections relatives au PIB américain ainsi que l'incidence du niveau plus élevé positif pour le dollar canadien.

La demande intérieure finale restera le principal moteur de la croissance jusqu'à la fin de 2009, en raison de l'essor projeté des dépenses de consommation. On s'attend toutefois à ce que le léger resserrement des conditions du crédit tempère quelque peu le dynamisme de la demande intérieure. Étant donné l'amélioration des perspectives de l'économie américaine en 2009, les exportations nettes devraient commencer à moins brider la croissance.

Somme toute, l'expansion économique au Canada devrait se situer en moyenne tout juste au-dessus de 2 % pendant le second semestre de 2007 et la première moitié de 2008, puis se hisser à un niveau légèrement inférieur au rythme d'augmentation de la production potentielle d'ici le début de 2009. Cette évolution implique que le taux de croissance annuel moyen de l'économie s'établira à 2,6 % en 2007, à 2,3 % en 2008 et à 2,5 % en 2009.

Le taux d'accroissement de la production potentielle est estimé à 2,8 % pour cette année et l'an prochain et à 2,7 % pour 2009. Selon le scénario de référence, l'économie continuera d'afficher une demande excédentaire avant de revenir à son potentiel au début de 2009. Le ralentissement attendu de l'activité aux États-Unis, conjugué à l'appréciation du dollar canadien et au léger resserrement des conditions du crédit, compense largement la vigueur de la

jugés moins risqués, ce qui a entraîné un creusement des écarts de crédit et une augmentation des frais de financement des institutions financières. Les conditions du crédit se sont donc resserrees depuis la fin de juillet, les institutions financières ayant quelque peu restreint l'accès au financement en durcissant les modalités d'octroi de prêts aux entreprises et en majorant le coût des fonds consentis aux firmes et aux ménages.

En juillet et en août, le dollar canadien a généralement évolué à l'intérieur de la fourchette de 93 à 95,5 cents E.-U., postulée dans la *Mise à jour*, mais il s'est apprécié de façon marquée depuis, grimpant jusqu'à 1,03 dollar E.-U. Cette hausse récente est due à l'affaiblissement généralisé du billet vert et au fait que la monnaie canadienne est portée par les prix des matières premières — en particulier le pétrole — et par une demande intérieure toujours vigoureuse. Cela dit, l'appréciation observée dernièrement se révèle plus importante que ce à quoi on se serait attendu compte tenu de l'évolution passée du taux de change.

Les perspectives en matière de croissance et d'inflation

La Banque estime maintenant que l'économie mondiale progressera en 2007 à un taux légèrement supérieur à celui qu'elle entrevoit dans la *Mise à jour* de juillet, mais elle s'attend encore à ce que le rythme d'expansion ralentisse quelque peu en 2008 et 2009. Le dynamisme des économies en développement fait contrepois au tassement prévu de la croissance du PIB aux États-Unis. La Banque a revu à la baisse ses projections relatives à l'économie américaine et table aujourd'hui sur des taux d'expansion de 1,9 % pour 2007 et de 2,1 % pour 2008. Son scénario de référence suppose maintenant un ralentissement plus prononcé et plus long de la demande intérieure aux États-Unis. Par contre, la réduction des taux d'intérêt dans ce pays devrait compenser en partie la faiblesse du secteur du logement, tandis que la dépréciation du billet vert en termes réels devrait stimuler

forte demande intérieure étaient perceptibles dans la hausse des coûts des services, y compris les frais de logement. Les prix des aliments inclus dans l'indice de référence ont aussi beaucoup augmenté, en raison du relèvement des cours des céréales et des oléagineux.

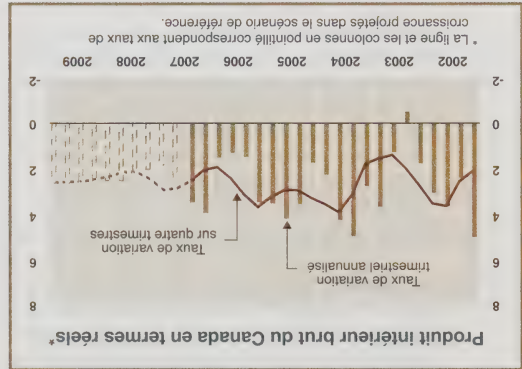
L'expansion de l'économie canadienne au premier semestre de l'année a été plus vigoureuse qu'on ne l'avait d'abord escompté. Le rythme de progression du PIB réel a atteint 3,4 % au deuxième trimestre, soit davantage que le chiffre de 2,8 % avancé dans la *Mise à jour* de juillet. La demande intérieure finale est restée le principal moteur de la croissance au premier semestre, à la faveur de l'augmentation du revenu disponible, du vif essor du crédit aux ménages, et de l'accroissement de l'avoir net des ménages dû au renchérissement des maisons et à l'amélioration des termes de

L'échange du Canada.

Les exportations canadiennes se sont inscrites en légère hausse au premier semestre de 2007. Les importations ont toutefois augmenté plus fortement, poussées par le dynamisme de la demande intérieure. Selon l'information disponible actuellement, l'économie canadienne aurait progressé à un rythme annualisé de 2,5 % au troisième trimestre, soit un chiffre un peu inférieur à celui de 2,7 % projeté dans la *Mise à jour* de juillet.

Étant donné l'expansion supérieure aux prévisions pendant la première moitié de l'année, l'économie canadienne fonctionne maintenant davantage au-dessus de sa capacité de production qu'on ne l'avait anticipé. Le Conseil de direction est d'avis que l'économie tournerait à environ 3/4 % au-delà de son potentiel au troisième trimestre de 2007.

Sur les marchés financiers, l'ampleur inattendue des pertes liées aux prêts hypothécaires à risque aux États-Unis a eu pour conséquence de rendre incertaine l'évaluation des produits financiers structures dans le monde, de réduire la propension des investisseurs à prendre des risques et d'accroître la demande de liquidité. Les investisseurs ont privilégié les titres d'État,



Tout bien considéré, la Banque estime que les risques entourant la projection en matière d'inflation sont relativement équilibrés, quoique les risques à la baisse puissent être légèrement pondérants.

En outre, la durée et les conséquences économiques des événements ayant secoué dernièrement les marchés financiers ainsi que la possibilité d'une correction desordonnée des déséquilibres mondiaux reprennent une source d'incertitude entachant les perspectives.

Dans ces circonstances, la Banque a laissé inchangé son taux directeur, à 4,50 %, le 5 septembre et le 16 octobre. Elle juge, à l'heure actuelle, que le taux cible du financement à un jour se trouve à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation à moyen terme.

L'évolution récente

L'inflation mesurée par l'IPC global, qui dépassait la cible de 2 % depuis le printemps, est descendue temporairement à 1,7 % en août. Ce recul est attribuable à la détente inattendue des prix de certaines des composantes les plus volatiles de l'indice, en particulier l'essence et le gaz naturel. L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est maintenue au-dessus de 2 % au cours de la dernière année, sous l'effet des pressions soutenues qui s'exerçaient sur la capacité de production de l'économie. En août, elle se situait à 2,2 %. Les signes d'une



Banque tient compte du renforcement de la demande des ménages au Canada, du repli plus marqué du secteur du logement aux États-Unis et de l'appréciation du dollar

canadien. Toutefois, des risques importants, tant à la hausse qu'à la baisse, continuent de peser sur la projection de la Banque en matière d'inflation. Du côté des risques à la hausse, il y a la possibilité que la demande excédente

taire au sein de l'économie canadienne persiste plus longtemps que prévu. Cette évolution pourrait découler de deux sources, soit une progression des dépenses des ménages plus solide que ce à quoi on s'attend et un taux d'accroissement de la productivité inférieur aux hypothèses. Du côté des risques à la baisse, si le taux de change du dollar canadien devait se maintenir au-dessus du niveau de 98 cents E.-U. postulé pour la période de projection pour des raisons qui ne seraient pas liées à une demande de produits canadiens plus élevée que prévu, la production et l'inflation seraient plus faibles. En outre, l'effet de l'appréciation passée du dollar canadien sur la demande et l'inflation pourrait se révéler plus important qu'espéré, et l'incidence de la faiblesse du secteur du logement aux États-Unis, plus grande que projetée.

d'une fourchette allant de 93 à 95,5 cents E.-U., mais il s'est depuis apprécié de façon marquant jusqu'à 1,03 dollar E.-U. Dans son nouveau scénario de référence, la Banque suppose que le cours du dollar canadien s'établira en moyenne à 98 cents E.-U., soit au milieu de la fourchette dans laquelle il s'est maintenu depuis la publication de la *Mise à jour* de juillet. De plus, les conditions du crédit se sont resserrées par suite de l'évolution des marchés financiers cet été. En ce qui concerne le Canada, la Banque fait l'hypothèse que le coût du crédit aux entreprises et aux ménages par rapport au taux du financement à un jour sera de 25 points de base supérieur, au cours de la période de projection, à ce qu'il était avant l'été.

Malgré le resserrement des conditions du crédit, la demande intérieure au Canada devrait rester vigoureuse. Mais compte tenu des effets combinés de la détérioration des perspectives de croissance aux États-Unis et du niveau plus élevé postulé pour le dollar canadien, les exportations nettes exerceront en 2008 et 2009 un effet modérateur sur l'économie plus prononcé qu'on ne l'avait d'abord envisagé. Par conséquent, l'économie canadienne devrait progresser de 2,6 % en 2007, de 2,3 % en 2008 et de 2,5 % en 2009.

À la faveur du réajustement de l'équilibre au sein de l'économie et étant donné l'incidence directe du raffermissement du dollar canadien sur les prix à la consommation, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait redescendre progressivement à 2 % au second semestre de 2008, soit un peu plus tôt qu'on ne l'avait anticipé, puis s'y maintenir jusqu'à la fin de la période de projection. Sous l'effet du renchérissement de l'énergie, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait augmenter fortement au quatrième trimestre de 2007, pour s'établir à quelque 3 %. Elle devrait ensuite revenir à la cible de 2 % au deuxième semestre de l'année prochaine et y rester.

Un certain nombre des risques qui avaient été évoqués dans la *Mise à jour* de juillet se sont réalisés à des degrés divers. Dans son nouveau scénario de référence, la



Rapport sur la politique monétaire

Sommaire

Octobre 2007

Le présent document renferme une synthèse du Rapport sur la politique monétaire préparé par le Conseil de direction de la Banque du Canada. Il se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préalable du 16 octobre 2007.

Vue d'ensemble

L'actualité économique et financière a été marquée par plusieurs événements importants depuis la publication de la *Mise à jour* de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*. Avec en toile de fond la robuste expansion économique mondiale et les cours élevés des matières premières, la croissance de l'économie canadienne a été supérieure aux prévisions par suite de la vigueur considérable de la demande intérieure. L'économie fonctionne maintenant davantage au-delà de son potentiel qu'on ne l'avait alors anticipé. L'inflation mesurée par l'indice de référence, qui s'est maintenue au-dessus de 2 % au cours de la dernière année, se situait à 2,2 % au mois d'août. L'inflation mesurée par l'IPC global, qui dépassait la cible de 2 % depuis le printemps, est descendue temporairement à 1,7 % en août.

Depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet, les perspectives d'évolution de l'économie américaine se sont assombries en raison du ralentissement plus important que prévu dans le secteur du logement. La Banque a revu à la baisse sa projection concernant l'expansion du PIB aux États-Unis, tablant maintenant sur un taux de 1,9 % en 2007 et de 2,1 % en 2008. La croissance dans ce pays devrait remonter à 3 % en 2009.

En juillet et en août, le dollar canadien s'est généralement échangé à l'intérieur

Faits saillants

- L'économie canadienne fonctionne davantage au-dessus de sa capacité de production qu'on ne l'avait anticipé.
- La demande intérieure devrait rester vigoureuse, mais les exportations nettes exerceront un effet modérateur plus prononcé sur l'économie.
- Le taux de croissance du PIB au Canada devrait s'établir à 2,6 % en 2007, à 2,3 % en 2008 et à 2,5 % en 2009.
- L'inflation mesurée tant par l'indice de référence que par l'IPC global devrait redescendre à 2 % au second semestre de 2008.
- La projection de la Banque relative à l'inflation est entachée de risques importants, tant à la hausse qu'à la baisse, quoique les risques à la baisse puissent être légèrement prépondérants.
- La Banque estime, à l'heure actuelle, que le taux cible du financement à un jour se réalise à un niveau compatible avec la réalisation de la cible d'inflation à moyen terme.



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Classification
Publication

CA1
FN73
- M56

Monetary Policy Report

April 2008



CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the mid-point of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a *core* measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (23 November 2006) and Background Information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— April 2008 —

*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
Mark Carney, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth, and John Murray.*

At a time of great uncertainty, it is more important than ever that monetary policy act as a stabilizing force . . . keeping inflation low, stable, and predictable. . . . Developments in the financial sector will be important from a monetary policy perspective only to the extent that they are expected to influence developments in the real economy and, therefore, inflation.

Mark Carney

*Governor, Bank of Canada
13 March 2008*

CONTENTS

1. Overview	5
2. Recent Developments Affecting Inflation in Canada	7
Global Developments	7
Canadian Demand	9
Canadian Supply	10
Pressures on Capacity	11
Inflation and the 2 Per Cent Target	13
3. Financial Developments	17
Global Financial Market Conditions	17
Policy Interest Rates	18
Canadian Credit Conditions	18
Exchange Rates	20
4. The Outlook	22
International Background	22
Aggregate Demand and Supply in Canada	24
The Outlook for Inflation	26
Risks to the Outlook	28
Technical Boxes	
1. Commodity Prices: An Analysis of Ongoing Developments	8
2. Core Inflation in Canada: An Interpretation of Recent Developments	14
3. Recent Developments in House Prices	27

1. OVERVIEW

Growth in the global economy began to slow in the fourth quarter of 2007 and the first quarter of 2008. This reflected the effects of the slowdown in the U.S. economy and ongoing dislocations in global financial markets.

Growth in the Canadian economy has also moderated. Strong domestic demand has been largely offset by sharply reduced net exports. Both total and core CPI inflation were running at about 1.5 per cent at the end of the first quarter, but the underlying trend of inflation is judged to be about 2 per cent, consistent with an economy that was operating just above its production capacity.

The Bank is projecting a deeper and more protracted slowdown for the U.S. economy than in the January *Monetary Policy Report Update*. This projection reflects a more pronounced impact on consumer spending from the contraction in the U.S. housing market and significantly tighter credit conditions. While a housing-market correction of the size now under way in the United States would typically produce a severe slowdown in GDP growth, several factors are providing some offset. First, the recently legislated fiscal-stimulus package will support the U.S. economy in the third and fourth quarters. Second, the depreciation of the U.S. dollar will help spur exports. Third, substantial easing in U.S. monetary policy should continue to boost GDP growth in 2009 and beyond, particularly as financial market dislocations are worked out.

The deterioration in economic and financial conditions in the United States will have significant spillover effects globally, particularly in the industrial economies. Emerging-market economies should be less affected by the financial turbulence, and their growing domestic demand should help to offset the effect of weaker exports.

These global developments will have consequences for the Canadian economy. First, exports are projected to decline this year, exerting a significant drag on GDP growth through the first half, before picking up gradually in the second half of 2008 and in 2009. Second, turbulence in global financial markets will continue to make financing in capital markets more costly and difficult for Canadian businesses and banks. The increased bank funding spreads are expected to be further passed on to businesses and households, creating tighter credit conditions through the rest of 2008 that then begin to dissipate in 2009. Credit conditions are assumed to return to more normal levels in 2010. The relatively strong capitalization of Canadian financial institutions should mean that credit availability will remain more robust in Canada than in other major markets. Third, business and consumer sentiment in Canada is expected to soften somewhat.

Slowing U.S. domestic demand would be expected to place downward pressure on the prices of many commodities. This effect will, however,

This report includes information received up to the fixed announcement date on 22 April 2008.

likely be offset to some extent by the combination of continued strong demand from commodity-intensive emerging-market economies and tight supply conditions in many commodity markets. Financial investors may also reinforce momentum in commodity prices at the margin. On balance, the prices of non-energy commodities are expected to ease over the projection period from their current very high levels.

Firm commodity prices, high employment levels, and the effect of cumulative easing in monetary policy will continue to support Canada's domestic demand, which is expected to be the key source of economic growth over the projection period.

Overall, the Canadian economy is projected to move into excess supply in the second quarter of this year, and spare capacity will continue to increase through early 2009. A return to growth rates above that of potential output, supported by a gradual strengthening in the U.S. economy, accommodative monetary policy, and a return to more normal credit conditions bring the economy back into balance around mid-2010. In the Bank's base-case projection, average annual real GDP growth is projected to be 1.4 per cent in 2008, 2.4 per cent in 2009, and 3.3 per cent in 2010.

The recent price-level adjustments for automobiles and the effect of past changes in indirect taxes will keep measured inflation below target through 2008. The emergence of excess supply in the economy should keep downward pressure on inflation through 2009. Both core and total inflation are projected to move up to 2 per cent in 2010, as the economy moves back into balance.

The risks around the projection for the U.S. and global economies, as well as for inflation in Canada, appear to be balanced. Still, there are a number of upside and downside risks around the Bank's new base-case projection for inflation in Canada.

On the upside, stronger domestic demand than incorporated in the base-case projection, possibly due to higher commodity prices, could lead to higher inflation in Canada, especially if the growth in potential output is lower than assumed. As well, global inflationary pressures could spill over to Canada through higher import costs.

On the downside, the projected weakness in the United States and other industrialized economies could put greater downward pressure on commodity prices. There are risks from the evolution of financial market dislocations and their effect on the cost and availability of credit. There could also be greater direct downward pressure on the prices of core goods related to the past appreciation of the Canadian dollar.

Against this backdrop, the Bank of Canada lowered its target for the overnight rate by 50 basis points on both 4 March and 22 April, bringing it to 3 per cent. In line with the new outlook, some further monetary stimulus will likely be required to achieve the inflation target over the medium term. Given the cumulative reduction of 150 basis points in the target for the overnight rate since December, the timing of any further monetary stimulus will depend on the evolution of the global economy and domestic demand, and their impact on inflation in Canada.

2. RECENT DEVELOPMENTS AFFECTING INFLATION IN CANADA

Global Developments

After several years of strong growth, the pace of the global economic expansion slowed in the fourth quarter of 2007 and the first quarter of 2008, particularly in the industrialized economies. This slowdown in global economic growth reflects the weakening in the U.S. economy and the dislocations in global financial markets stemming from problems in the U.S. subprime-mortgage market.

Available information suggests that U.S. economic growth stalled in the first quarter of 2008. Broad-based declines in residential investment and house prices, coupled with tighter credit conditions and waning consumer confidence in the face of high gasoline prices and a softening labour market, contributed to the marked slowdown in consumer spending. While strong growth in net exports has provided some offset, business investment has suffered from limited access to credit and weakening consumer demand.

Economic growth in Europe and Japan is slowing. Exports from these countries are being affected by the weaker growth in the United States and the effects of a sharp appreciation of the euro and the yen. In Europe, credit conditions have continued to tighten, restraining consumer and business spending.

In newly industrialized and emerging-market economies, particularly China, GDP growth in recent quarters was stronger than expected. These countries have been less affected by the recent financial turmoil, and their growing domestic demand has so far largely offset the impact of weaker exports to the United States and Europe.

Commodity prices have risen since the January *Update*, largely as a result of continued strong demand from the emerging economies and constraints on supply (Technical Box 1). The prices of non-energy commodities have moved up from already-high levels, with large gains in the prices of grains and oilseeds in response to rising demand for food in emerging economies, increased demand for biofuels, and poor crop yields. Some of the increases in the prices of metals have been linked to temporary supply disruptions in China and South Africa.

Energy prices have continued to rise sharply in 2008. The price of light crude oil (West Texas Intermediate), which was about US\$90 per barrel at the time of the January *Update*, increased to average US\$112 in the ten days ending on 18 April 2008, reflecting the combination of continued vigorous global demand and some weakness in non-OPEC supplies. The rise in natural gas prices was partly associated with increased demand stemming from an unusually cold winter in North America.

The pace of the global economic expansion slowed in the fourth quarter of 2007 and the first quarter of 2008.

Available information suggests that the U.S. economy stalled in the first quarter of 2008.

The prices of non-energy commodities have risen since the last Update.

Prices for crude oil and natural gas have also moved up.

Technical Box 1

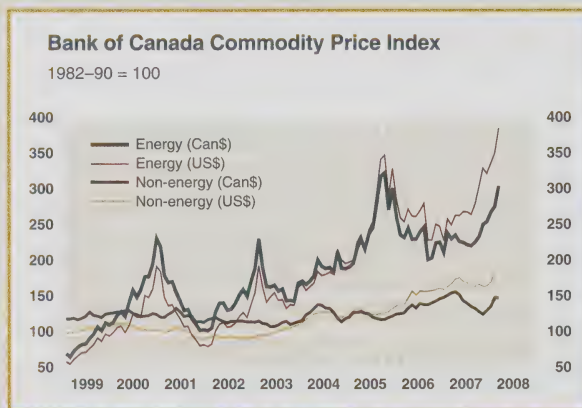
Commodity Prices: An Analysis of Ongoing Developments

Commodity prices have continued to strengthen in 2008 despite the evident slowing in the major industrial economies. Prices for many primary products have reached new highs in nominal U.S.-dollar terms.

One of the key factors pushing commodity prices higher over the past few years has been the strength of demand in emerging-market economies. Bank research suggests that movements in the real prices of oil and base metals since the 1990s have become increasingly influenced by industrial activity in emerging Asia.¹ Demand for commodities from this region has escalated, partly as a result of rising investment in infrastructure to meet the needs of a rapidly expanding urban population. An improvement in urban incomes has also generated an increased demand for food, especially grains and dairy products. In addition, greater regional integration of production processes has shifted a significant portion of world manufacturing activity towards emerging Asia, where firms tend to use more energy per unit of output than in developed economies.

Supply-related developments have also contributed to the strength in commodity prices. These include the global shortage of skilled labour and equipment, as well as the repeated strikes that have increased production costs and limited the adjustment of commodity supplies. For foods, supply rigidities stem partly from restrictions on foreign trade (such as embargos and taxes) and redeployment of agricultural land to meet the rising demand for ethanol and other biofuels. In recent months, droughts have reduced harvests and fed spiralling wheat prices, while exceptionally bad weather in China has made it difficult for the country to be supplied with coal.

The trade-weighted depreciation of the U.S. dollar has also pushed up the U.S.-dollar price of commodities. The demand for commodity-linked assets from both institutional investors (e.g., pension funds) and speculative traders (e.g., momentum traders) may have magnified the recent surge in prices.



1. See C. Cheung and S. Morin, "The Impact of Emerging Asia on Commodity Prices" (Working Paper No. 2007-55, Bank of Canada, 2007).

Canadian Demand

Economic growth in Canada slowed sharply in the fourth quarter of 2007, following strong expansion through the first three quarters of the year. The drag coming from net exports intensified over the year, more than offsetting the continuing strength in final domestic demand (Chart 1). Real GDP increased by 0.8 per cent in the fourth quarter, below the 1.5 per cent growth projected in the January *Update*.¹ Available data for the first quarter of 2008 suggest that real GDP growth was about 1.0 per cent, with reductions in inventory investment and net exports offsetting most of the growth in domestic demand.

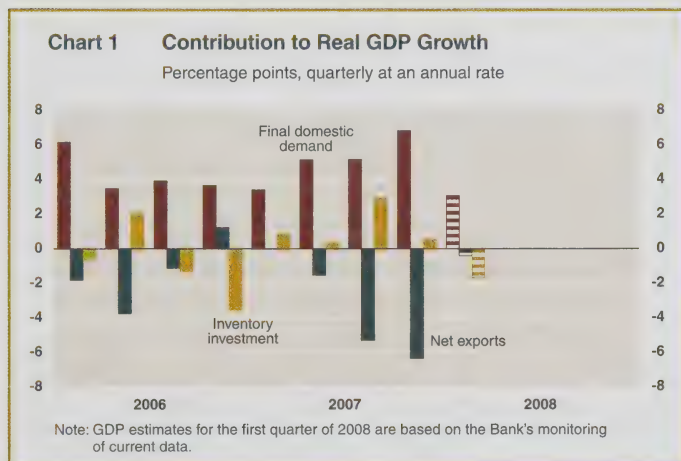
The dampening effect coming from net exports was very pronounced in the second half of 2007. The U.S. economic slowdown and the past appreciation of the Canadian dollar led to a reduction in Canadian export volumes, especially machinery and equipment and consumer goods. At the same time, imports rose very strongly, the result of both robust growth in domestic demand and the past rise in the dollar.

Final domestic demand made even stronger gains in the second half of 2007 than in the first half. Support for domestic demand came from a continued rise in the terms of trade (Chart 2), reflected in an above-average increase in real incomes of nearly 5 per cent between the fourth quarter of 2006 and the fourth quarter of 2007.² A continued rise in household net worth (boosted by rising house prices) contributed to substantial increases in household borrowing

Economic growth in Canada slowed sharply in the fourth quarter of 2007.

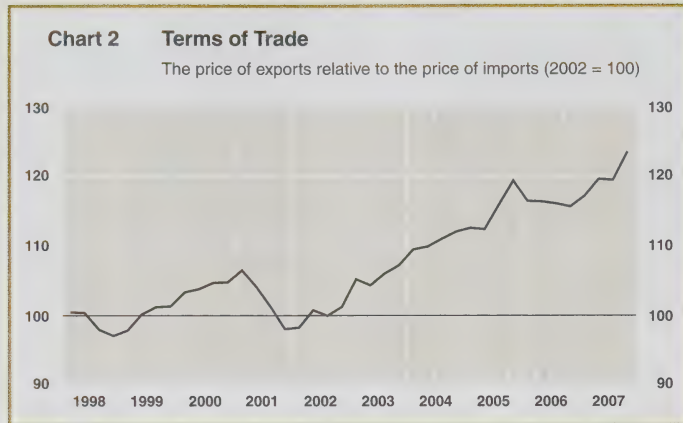
The drag on growth coming from net exports was very pronounced in the second half of 2007 . . .

. . . and the growth of final domestic demand picked up.



1. GDP growth in the first three quarters of last year was revised up slightly, however, so that the level of real GDP in the fourth quarter was about the same as expected.

2. Real income growth is defined as the difference between the year-to-year rise of nominal GDP and that of the deflator for final domestic demand.



and spending. Spending by businesses on machinery and equipment also picked up markedly, owing to continued strong profitability, solid balance sheets, and considerable decreases in the prices of imported machinery and equipment. The tightening of credit conditions in Canada stemming from developments in global financial markets since last August does not appear to have significantly affected either household spending or business investment in the second half of 2007.

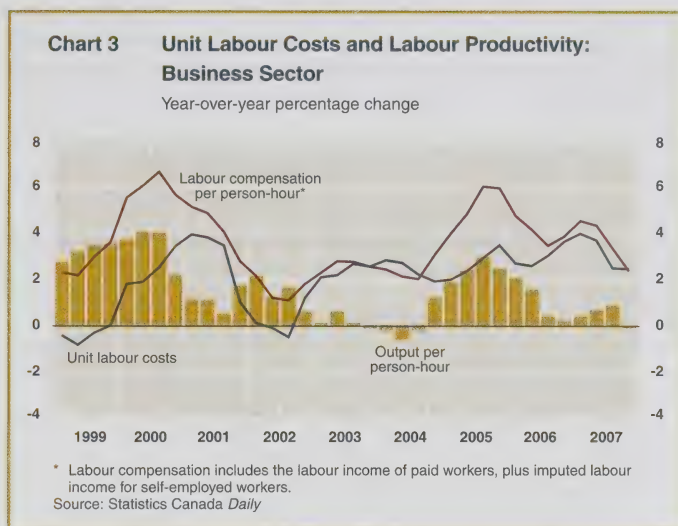
Canadian Supply

Labour productivity in the business sector declined by 0.1 per cent from the fourth quarter of 2006 to the fourth quarter of 2007 (Chart 3). Despite the slower growth of real GDP during the fourth quarter, total hours worked increased at an unusually strong pace. This puzzling development may reflect factors such as the high adjustment costs associated with reducing employment levels in the manufacturing sector and increased precautionary demand for labour in sectors facing labour shortages. The impact of high labour utilization on aggregate productivity growth was further amplified by a shift in the share of total hours worked towards low-productivity industries.³

The Bank's conventional measure of production capacity indicates that growth in potential output averaged 2.6 per cent in 2007, about the same as previously estimated. Strong growth in trend labour supply, which has been about 1.7 per cent, offset the effects

growth in potential output is estimated to have averaged 2.6 per cent in 2007.

3. Inter-industry shifts in the share of total hours worked usually have a limited effect on aggregate productivity growth, while intra-industry shifts exert a much larger influence. This pattern was reversed in the fourth quarter of 2007, however, owing to a sizable reduction in the hours worked in the manufacturing, mining (including oil and gas), and transportation sectors, and a corresponding increase in construction, retail trade, and professional services, which are associated with much lower productivity levels.



of weaker trend productivity growth, which is estimated to have added just under 1.0 per cent to potential output growth.

Pressures on Capacity

Pressures on production capacity have eased since the third quarter of 2007. In the Bank's spring *Business Outlook Survey*, the percentage of firms reporting that they would have difficulty in meeting an unanticipated increase in demand has fallen sharply from recent highs to the average level for the survey (Chart 4). In addition, the Bank's conventional measure of the output gap indicates that the economy was operating about 0.4 per cent above its production potential in the first quarter of 2008, down from just over 1 per cent in the third quarter of last year.⁴ Statistics Canada's indicator of capacity utilization suggests that pressures on production capacity in the non-farm, goods-producing sector were well below average in the fourth quarter of 2007.

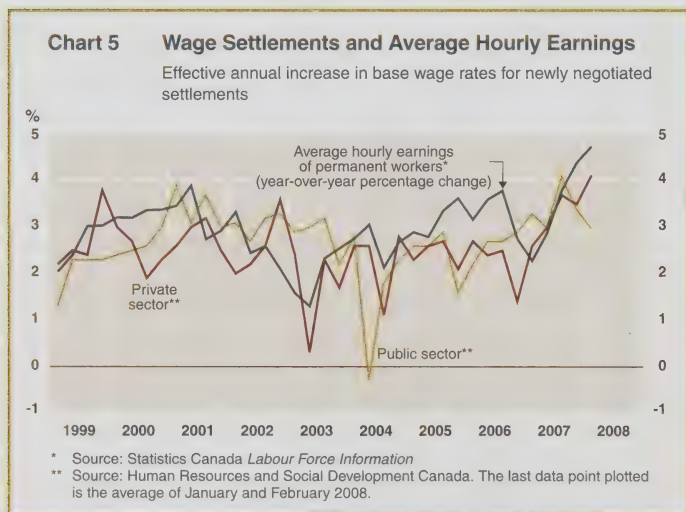
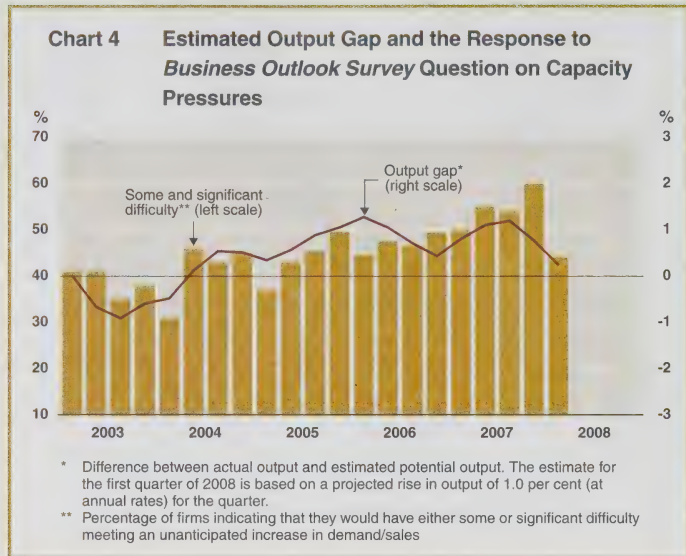
The slowdown in the Canadian economy is not yet evident in most labour market and wage indicators. The employment-to-population ratio was at a record high in both February and March, while the unemployment rate in March was just above a 33-year low. As well, the 12-month change in the average hourly earnings of permanent workers reported by Statistics Canada in the Labour Force Survey (considered a good indicator of the underlying change in wages) picked up markedly after mid-2007 (Chart 5).

Pressures on production capacity have eased since the third quarter of 2007...

... although the economic slowdown is not yet evident in most labour market and wage indicators.

4. The level of excess demand in the first quarter of 2008, estimated using the Bank's conventional measure, is about 0.3 percentage points higher than projected in the January *Update*. This increase mainly reflects a small reduction in the estimated level of production capacity.

However, data on hourly labour compensation from the Productivity Accounts and the percentage of firms reporting labour shortages in the Bank's spring survey do indicate some easing in labour market pressures.



After reviewing the indicators of capacity pressures, the Governing Council judges that, overall, the economy was operating just above its production capacity in the first quarter of 2008, and it is expected to move into modest excess supply in the second quarter.

Inflation and the 2 Per Cent Target

Concerns about rising global inflation have become more evident in recent months, reflecting the impact of higher commodity prices, especially food and energy prices, combined with increased pressures on production capacity in several countries after a period of strong global growth. In Canada, these pressures have been muted to a significant extent by price-level adjustments associated with the high value of the Canadian dollar.

Total CPI inflation averaged 1.8 per cent in the first quarter of 2008, down from 2.4 per cent in the last quarter of 2007 (Chart 6). If the effect of changes in indirect taxes is excluded, the rate of increase in the total CPI in the first quarter was 2.4 per cent, unchanged from the preceding quarter.⁵

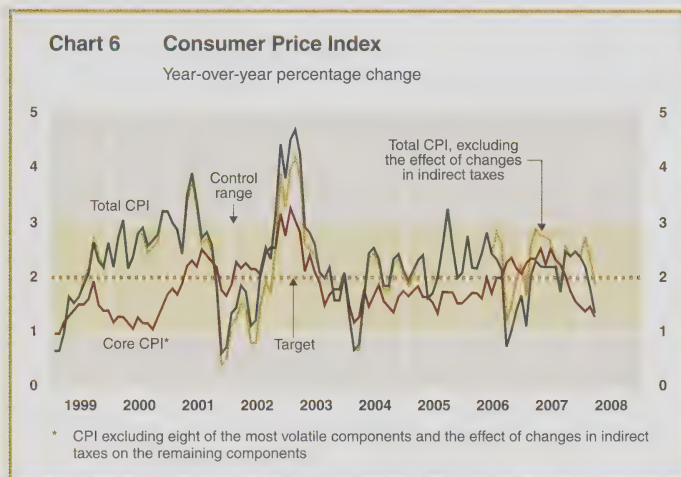
After averaging just above 2 per cent in the period between September 2006 and August 2007, the core rate of inflation has moved down and averaged 1.4 per cent in February and March 2008⁶ (Technical Box 2). A significant part of this reduction appears

The Governing Council judges that the economy was operating just above its production capacity in the first quarter of 2008.

Concerns about rising global inflation have become more evident in recent months.

In contrast, total CPI inflation in Canada averaged 1.8 per cent in the first quarter of 2008.

The core rate of inflation averaged 1.4 per cent in February and March ...



5. The combined direct effect of the 1-percentage-point GST reduction and small increases in indirect tobacco taxes is estimated to have been a decrease of 0.5 per cent in the total CPI in the first quarter of 2008.

6. The core measure of inflation (CPIX) excludes eight of the most volatile components of the CPI and removes the effect of changes in indirect taxes on the remaining components. The eight volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.

Technical Box 2

Core Inflation in Canada: An Interpretation of Recent Developments

Since the middle of 2007, core inflation in Canada has declined significantly. This decline has been widespread across the various components of CPIX, but has been especially large for motor vehicle prices, which accounted for almost half of the decline (Table A).

The recent decrease in motor vehicle prices reflects a price-level adjustment related to increased competitive pressures stemming from movements in the Canadian dollar. With last autumn's appreciation of the Canadian dollar to near parity with the U.S. dollar, the potential benefits to Canadians of cross-border shopping became large enough that car companies were pressured to reduce price differentials with the United States.

An examination of prices for comparable Canadian and U.S. durable goods (excluding autos) and semi-durable goods indicates that the narrowing of the price gap has been limited. This is likely the result of strong domestic demand in Canada, as indicated by high profit margins in the wholesale and retail sectors. However, there is a possibility that further competitive pressures could bring down the prices of more goods.

Other factors have also contributed to the recent decrease in core inflation. Core food prices have likely been affected by heightened competition in the retail food sector, an increased supply of meat, and possibly some exchange rate pass-through. The prices of core shelter services have moderated with the stabilization of house prices in Alberta.

Table A: Contribution to Year-Over-Year Growth in CPIX between 2007Q2 and 2008Q1^a

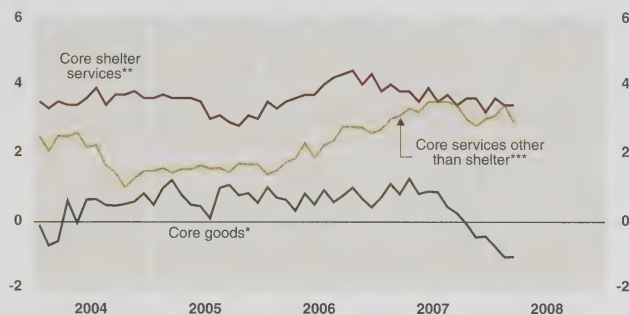
Component	Contribution (percentage points)
Motor vehicles	-0.42
Core food (excludes fruit and vegetables)	-0.13
Durables excluding motor vehicles	-0.12
Electricity	-0.06
Semi-durables	-0.06
Core shelter services (excludes mortgage-interest costs)	-0.04
Core services excluding shelter (excludes intercity transportation and food purchased at restaurants)	-0.04
Non-durables (excludes food, energy, and tobacco)	-0.03
Variation in CPIX	-1.0 ^b

a. The effect of changes in indirect taxes is excluded from each component.

b. The contributions of individual components are approximations. The sum of the contributions does not equal the total variation in CPIX because of rounding and the nature of the approximations.

Chart 7 Goods and Services in the Core CPI, Excluding the Effect of Changes in Indirect Taxes

Year-over-year percentage change



* Excludes fruits, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, and tobacco

** Excludes mortgage-interest costs

*** Excludes intercity transportation and food purchased at restaurants

to reflect greater competitive pressures following the rise of the Canadian dollar to near parity with the U.S. dollar, which led to a downward level adjustment in the prices of some goods, particularly automobiles. Additionally, the rate of change in core food prices has eased markedly, owing to such factors as increased competition in the retail food sector. At the same time, the 12-month rate of increase in the prices of core services has remained quite high, owing to the continued strength in domestic demand (Chart 7).

Other measures of the trend rate of inflation that the Bank monitors, when adjusted to exclude the effect of changes in indirect taxes, were somewhat higher than the core inflation rate in the first quarter of 2008 (Chart 8). Given that the recent weakening in core inflation appears to be largely the result of one-time price-level adjustments and after considering alternative measures as well, the Governing Council judges that the underlying trend in inflation was about 2 per cent in the first quarter.

The four-quarter change in the chain price index for GDP (a broad price measure of the goods and services produced in Canada) edged up from 3.4 per cent in the second quarter of 2007 to 3.9 per cent in the fourth quarter, reflecting greater improvements in Canada's terms of trade (Chart 9).

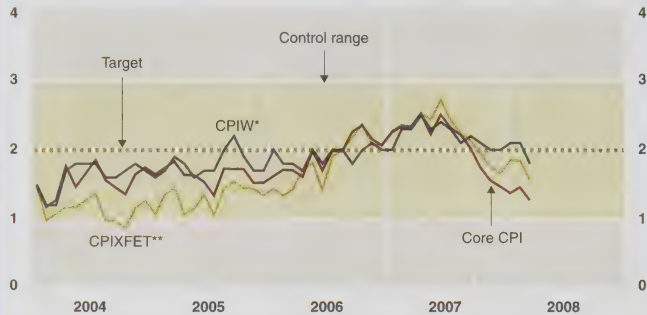
Key measures of inflation expectations continue to be well anchored at 2 per cent. The mean private sector forecast for total

... but other measures of the trend rate of inflation were somewhat higher than the core rate in the first quarter.

CPI inflation in 2009 is 2 per cent, and about 80 per cent of firms in the Bank's spring *Business Outlook Survey* expected CPI inflation to be within a range of 1 to 3 per cent over the next two years. Consensus forecasts of inflation over the longer term also remained very close to 2 per cent.

Chart 8 Core CPI and Other Measures of the Trend Inflation Rate

Year-over-year percentage change

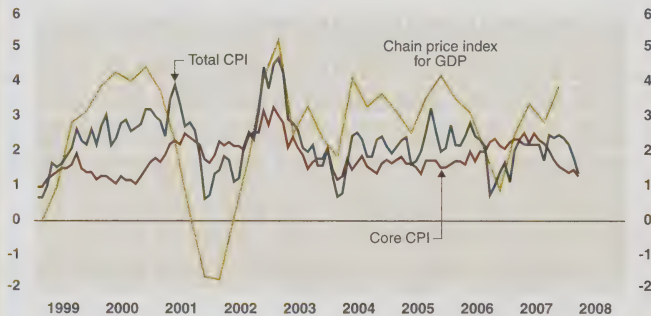


* CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability. In this chart, CPIW has been adjusted to exclude the effect of changes in indirect taxes.

** CPIXFET excludes food, energy, and the effect of changes in indirect taxes.

Chart 9 Chain Price Index for GDP, Core CPI, and Total CPI

Year-over-year percentage change



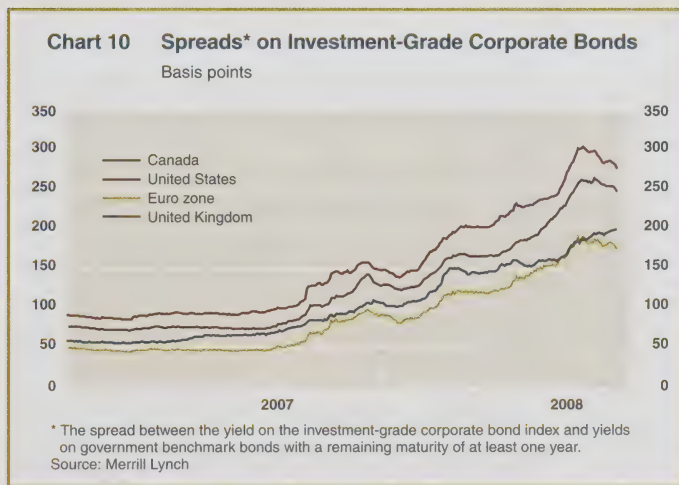
3. FINANCIAL DEVELOPMENTS

Global Financial Market Conditions

Strains in the global financial system have broadened and become more severe in recent months. Estimates of losses from exposure to U.S. mortgage and structured credits have increased, and problems in these markets have spread to other credit markets. Yield spreads between corporate and government bonds have widened significantly (Chart 10) and debt issuance in several key fixed-income markets has been constrained. These difficulties have been heightened by a lack of liquidity, a widespread process of deleveraging by financial institutions, and the deteriorating outlook for the U.S. economy.

Widespread uncertainty about the distribution of credit losses among financial institutions has continued to feed concerns over counterparty risk and has contributed to higher borrowing spreads in term money markets. In March, amid renewed signs of pressure in term money markets, central banks again intervened in a coordinated effort to support the financial system through the introduction of a number of additional measures to address the liquidity needs of financial institutions. Steps taken recently by several large international banks to improve disclosure of potential losses and to strengthen their balance sheets have also led to some lessening of uncertainty about counterparty risk.

Strains in global credit markets have become more severe.



Policy Interest Rates

The Federal Reserve has lowered the federal funds rate by 300 basis points since September 2007.

Markets expect a further 25-basis-point reduction in the Canadian policy rate by year-end.

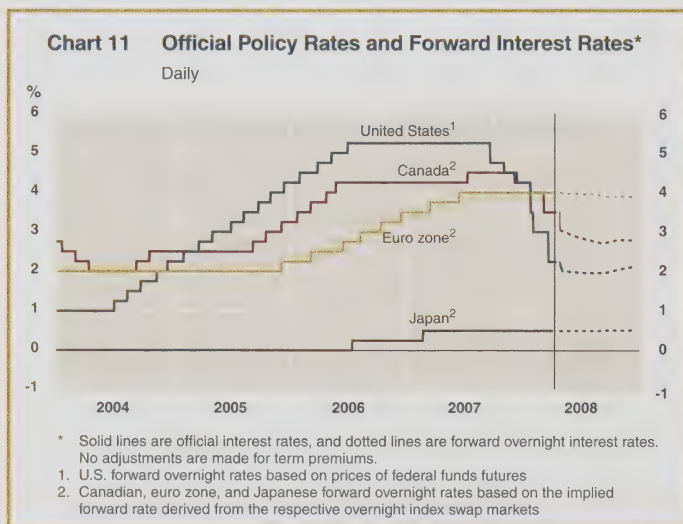
The impact of financial market turbulence on credit conditions has been more moderate in Canada than in the United States.

The U.S. Federal Reserve has lowered its target for the federal funds rate by 300 basis points since September 2007 (Chart 11) in response to the slowing in the U.S. economy and the increased cost and reduced availability of credit to businesses and households. Short-term rates in the United States embody expectations of a further reduction in the federal funds rate over the course of the year. The Bank of England has also lowered its policy interest rate. In contrast, the European Central Bank and the Bank of Japan have not changed their respective policy rates since the beginning of the financial turmoil.

Policy rates in Canada have been lowered by 150 basis points since December. Market expectations are for a further 25-basis-point reduction in the overnight rate by the end of the year.

Canadian Credit Conditions

The turmoil in global financial markets has led to tighter credit conditions in Canada, but strains in Canadian credit markets have been somewhat less intense than those in the United States. Canadian financial institutions, businesses, and households have healthier balance sheets. Canadian banks are less exposed to the subprime-mortgage market than their U.S. counterparts. Furthermore, Canadian banks are less dependent on securitization for their financing and on capital markets for their revenues. Thus far, their losses have been limited, and their exposure to structured products backed by subprime mortgages quite manageable.

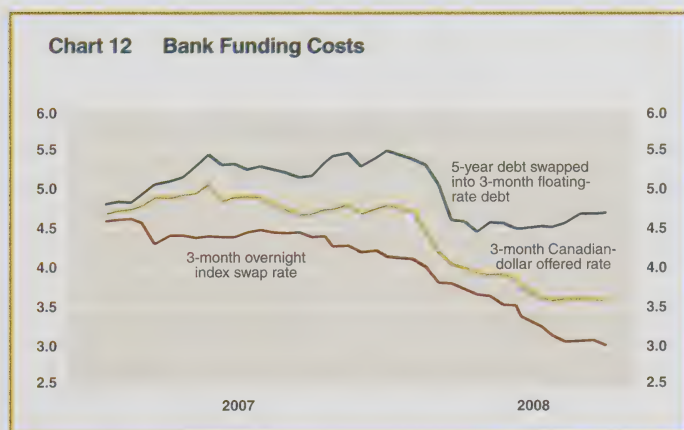


Nonetheless, from the beginning of the financial market turbulence last summer until 21 April, the average spreads for the different types of market financing for banks increased by about 75 basis points relative to the overnight rate.⁷ The tightening in credit conditions is most evident in the spreads paid by banks to issue bonds and senior deposit notes. Banks have shown a willingness to borrow at these higher spreads in order to secure longer-term financing, but have not yet fully passed these increased spreads on to businesses and households. Nevertheless, the absolute cost of borrowing by banks has declined, given that the overnight rate was reduced by 100 basis points over the period (Chart 12).

The spread between the cost of borrowing for non-financial businesses and the overnight rate as of 21 April has risen by about 50 basis points since the middle of 2007. This widening has been more than offset by reductions in the overnight rate. Nevertheless, the terms and conditions of credit have tightened, and access to bank financing for new clients has been reduced. Debt issuance by non-financial corporations remains difficult, and new debt issues are generally being priced at rates higher than indicative rates in secondary markets. On the whole, the growth of business credit has remained elevated in the first quarter of 2008 (Chart 13). This partly reflects a substitution away from market financing towards bank financing in the current turbulent environment.

The spreads for market financing for banks, relative to the overnight rate, remain elevated.

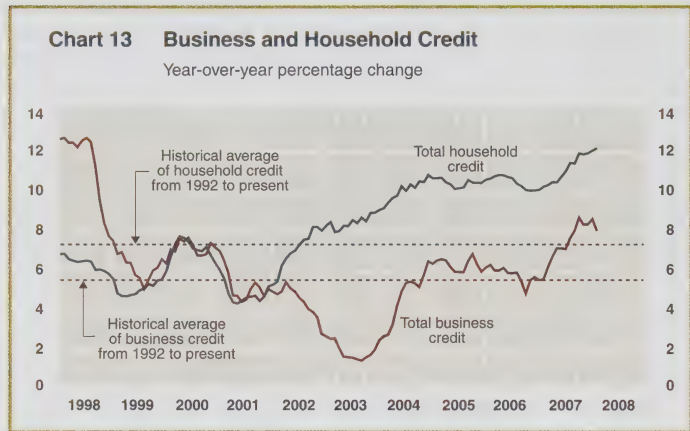
Terms and conditions for credit have tightened for businesses.



7. The widening of the spread against the overnight rate understates the rise in credit spreads since it does not make allowance for market expectations of future declines in the overnight rate. Between August 2007 and 21 April, relative to the expected future overnight rate, the short-term funding spreads for banks increased by about 50 basis points, and the spreads on 5-year debt swapped into floating-rate debt increased by about 150 basis points.

Growth in household and business credit remains strong.

The spread between the costs of borrowing by households and the overnight rate has also remained elevated and, as of 21 April, is estimated to be around 50 basis points higher than it was last summer. But the terms and conditions of household credit have not tightened to any extent, and the cost of borrowing is lower, given the declines in the overnight interest rate. Growth in household borrowing remains strong despite some deceleration thus far in 2008. Continued vigorous demand for credit by households is associated with robust growth in employment, sustained wage increases, increases in home equity, and decreases in the effective cost of borrowing.



Exchange Rates

The Canadian dollar has recently been trading in a range of roughly 97 to 100 cents U.S.

Since the January *Update*, the Canadian dollar has averaged 100 cents U.S. but more recently has been trading in a range of roughly 97 to 100 cents U.S. (Chart 14). High prices for energy and metals continue to support the currency. While the actual policy interest rate spread between Canada and the United States has widened since January, the spread expected by the third quarter of 2008 has narrowed, leading to some modest downward pressure on the currency. The trade-weighted CERI-ex U.S. has declined by about 4.2 per cent since the *Update*, reflecting the strength of both the euro and the Japanese yen, as well as concern about the negative effects of the U.S. economic slowdown on the Canadian economy.

Chart 14 Exchange Rates

Daily



* CERI: Canadian-dollar trade-weighted index (against U.S. dollar, euro, yen, U.K. pound, Mexican peso, and Chinese renminbi)

Sources: Bank of Canada and Federal Reserve Bank of St. Louis

4. THE OUTLOOK

The outlook for the Canadian economy through to the end of 2010 has been revised down from that in the January *Update* to reflect the effects of the weaker U.S. and global economies, and the tightening of credit conditions resulting from continuing strains in financial markets. The base-case projection incorporates a number of key assumptions. First, the Canada/U.S. exchange rate is assumed to average 98 cents U.S., within the recent trading range. Second, energy prices evolve in line with current futures prices. Third, the tighter global credit conditions are assumed to persist until 2009. Fourth, potential output growth is assumed to be 2.8 per cent in 2008, 2.7 per cent in 2009, and 2.6 per cent in 2010.⁸ Finally, the base case is predicated upon a gradual and orderly resolution of global imbalances.

International Background

Global economic growth is expected to slow considerably in 2008 and 2009.

Global economic growth is expected to slow considerably in 2008 and 2009 (Table 1) as a result of a deepening of the U.S. economic slowdown and its spillover to other economies, particularly those of the other major industrialized countries. In 2010, the global economy is projected to grow more strongly, as the turbulence in credit markets subsides, housing markets in the United States and Europe stabilize, and economies begin to rebuild domestic demand and reduce excess supply.

U.S. domestic demand is projected to remain subdued over the coming year.

The Bank now expects U.S. GDP to decline marginally in the first half of 2008 before growth picks up gradually through 2009. Domestic demand in the United States is projected to remain subdued over the coming year as a result of declines in employment, sharp increases in gasoline prices, weaker consumer confidence, further weakening in the housing sector and tightening in credit conditions. The fall in housing activity and house prices is projected to continue until the second half of 2009. Increased borrowing spreads, reductions in the availability of credit, and tighter terms and conditions are assumed to persist through 2008 and gradually dissipate through 2009. In 2010, as the housing market stabilizes, heightened risk aversion dissipates, and financial institutions improve their capital positions, credit conditions are assumed to be back to more normal levels.

8. Trend labour supply growth is still assumed to decline by about 0.1 per cent per year in each of 2009 and 2010 given demographic trends. While the mix of trend labour supply growth and trend labour productivity growth has been different from that used in the Bank's assumption for potential output, the aggregate has been closer to the assumption than the individual components.

Table 1 Projection for Global Economic Growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b			
		2007	2008	2009	2010
United States	22	2.2 (2.2)	1.0 (1.5)	1.7 (2.5)	3.4
European Union	20	2.7 (2.7)	1.3 (1.8)	1.6 (1.9)	2.2
Japan	7	2.0 (1.9)	1.4 (1.6)	1.6 (1.8)	1.8
China and Asian NIEs ^c	14	10.2 (9.7)	8.4 (8.9)	7.2 (7.5)	7.3
Others	37	6.3 (6.1)	5.2 (5.5)	4.6 (4.8)	5.5
World	100	4.9 (4.8)	3.7 (4.1)	3.5 (3.9)	4.4

- a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2006. Source: IMF, WEO Update, January 2008.
- b. Numbers in parentheses are projections from the January 2008 *Update* adjusted using revised estimates for purchasing-power parity.
- c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), South Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.
- Source: Bank of Canada

Several factors are helping to mitigate the weakness in the U.S. economy in 2008, and will contribute to the recovery through 2009 and 2010. First, monetary policy has eased considerably in recent months, which will provide some support for domestic demand. Second, the cumulative effect of the depreciation of the real effective U.S. exchange rate, coupled with solid economic growth in the rest of the world, will help to underpin export growth. Third, easing in credit conditions and the gradual elimination of excess housing supply will support a resumption of economic growth in the latter part of the projection period. The U.S. government's fiscal-stimulus package is expected to temporarily boost economic growth in mid-2008.

Owing to the weaker profile for U.S. GDP growth and tighter credit conditions, projected rates of GDP growth in Europe and Japan have been reduced for 2008 and 2009, but are expected to move slightly above potential rates in 2010.

Growth in China and in the newly industrialized Asian economies is projected to remain strong but to moderate over the projection horizon, as demand from the United States and other industrialized countries weakens, and tighter monetary policies are introduced to curb mounting inflationary pressures.

Prices for non-energy commodities are higher in the near term than projected in the last *Update*, but are expected to ease by about 15 per cent between now and the end of 2010. Supplies of these commodities should gradually adjust as new production capacity comes online and reductions arising from weather-related factors

The depreciation of the U.S. exchange rate will help to underpin export growth.

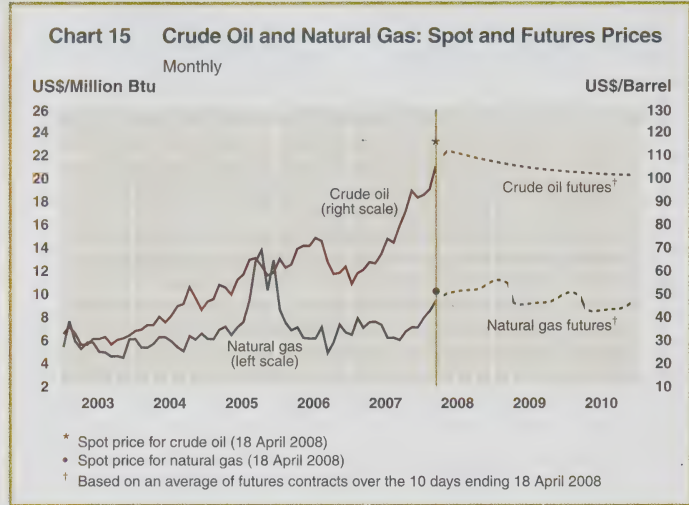
GDP growth in Europe and Japan is expected to slow more than previously projected.

Prices of non-energy commodities are expected to ease by about 15 per cent over the projection horizon.

Oil price futures point to a decline in oil prices to about US\$102 per barrel by 2010.

unwind. In addition, global demand for commodities should ease as a result of the slowing in world economic growth.

Futures prices for crude oil are also higher than those in the January *Update* (Chart 15). Based on futures prices as of the 10 days ending 18 April, prices for crude oil should ease by about 10 per cent from their current level of just over US\$112 per barrel to around US\$102 per barrel in 2010. Futures prices for natural gas are also somewhat higher than in the January *Update*.



Aggregate Demand and Supply in Canada

The Canadian economy is projected to grow by 1.4 per cent in 2008, 2.4 per cent in 2009, and 3.3 per cent in 2010.

The outlook for the Canadian economy has been directly affected by the downward revision to the economic outlook in the United States and by the continuing strains in credit markets as institutions deleverage and risk is repriced. While credit conditions for households and firms have tightened, lending rates do not yet fully reflect the higher funding spreads for banks. It is assumed that these higher spreads will be passed on and that tighter credit conditions will persist through 2008. Credit spreads are then assumed to narrow gradually over the course of 2009 and to stabilize in 2010 at 25 basis points higher than their levels prior to the turmoil.

The Bank's base-case projection for Canada is now weaker for both 2008 and 2009 than that in the January *Update* (Table 2). On an average annual basis, the economy is projected to expand by 1.4 per cent in 2008, 2.4 per cent in 2009, and 3.3 per cent in 2010 (Chart 16).

Table 2 Contributions to Average Annual Real GDP Growth

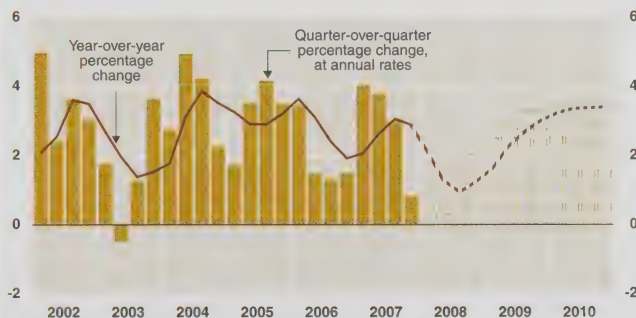
Percentage points*

	2007	2008	2009	2010
Consumption	2.6 (2.2)	2.5 (2.2)	2.3 (2.4)	2.3
Housing	0.2 (0.2)	0.1 (-0.1)	-0.1 (0)	-0.1
Government	0.8 (0.6)	0.9 (0.7)	0.6 (0.6)	0.6
Business fixed investment	0.6 (0.6)	0.4 (0.5)	0.4 (0.5)	0.4
<i>Subtotal: Final domestic demand</i>	<i>4.2 (3.6)</i>	<i>3.9 (3.3)</i>	<i>3.2 (3.5)</i>	<i>3.2</i>
Exports	0.4 (0.6)	-1.3 (-0.1)	0.1 (0.4)	1.2
Imports	-1.9 (-1.7)	-1.1 (-1.3)	-0.9 (-1.1)	-1.1
<i>Subtotal: Net exports</i>	<i>-1.5 (-1.1)</i>	<i>-2.4 (-1.4)</i>	<i>-0.8 (-0.7)</i>	<i>0.1</i>
Inventories	0 (0.1)	-0.1 (-0.1)	0 (0)	0
GDP	2.7 (2.6)	1.4 (1.8)	2.4 (2.8)	3.3

* Figures in parentheses are from the base-case projection in the January *Monetary Policy Report Update*.

The slowdown in Canadian activity in 2008 results mainly from further declines in exports in the first half of the year, owing to weak U.S. demand and the past appreciation of the Canadian dollar. Although growth in exports is expected to resume in the second half of this year, solid advances are not expected before 2010, given the gradual recovery of demand in the United States.

Growth in Canadian exports is expected to resume slowly after mid-2008.

Chart 16 Real Gross Domestic Product for Canada*

* The broken line and bars indicate the base-case projection.

Growth in final domestic demand is expected to provide important support to economic expansion.

With growth in imports expected to remain strong, net exports exert a larger drag on overall growth in 2008 than was the case in the last *Update*.

Growth in final domestic demand is expected to provide important support to economic expansion. The growth of consumer spending should remain strong in the first half of 2008, before easing a little over the remainder of the projection period. These solid gains are supported by continued growth in real disposable income and household net worth, as well as the stimulus provided by monetary policy, although reduced U.S. growth will dampen consumption growth in Canada slightly through its effects on real income, net worth, and confidence. Housing investment is projected to decline slightly over the projection period from the very high level reached last year (Technical Box 3). The tightening of credit conditions in Canada is also expected to have a slight moderating effect on the growth of household spending, which should largely dissipate by 2010.

The growth of business investment should ease during the projection period from the strong pace registered in 2007, owing to the effects of slowing global economic growth, the tightening of credit conditions, and increased uncertainty resulting from the financial market turbulence. Overall, gains in capital spending will, nevertheless, stay quite robust, given the projects that have already started, the still-high levels of commodity prices, strong profits and solid balance sheets, and ongoing reductions in the prices of imported machinery and equipment.

The real growth of government spending on goods and services is projected to decelerate and to average just over 3 per cent through 2010.

The Canadian economy is projected to be in modest excess supply from the second quarter of 2008 to mid-2010.

Weaker near-term growth causes the Canadian economy to move into a position of excess supply in the second quarter of 2008, and spare production capacity continues to increase through early 2009. In this base-case projection, accommodative monetary policy, including some further monetary stimulus in 2008, a gradual recovery in the U.S. economy, and the eventual return to more normal credit conditions globally and in Canada, all help to bring aggregate demand back into balance with aggregate supply around mid-2010.

The Outlook for Inflation

Core inflation is projected to return to 2 per cent in 2010.

Owing largely to the recent price-level adjustments for automobiles, the core rate of inflation is projected to remain at about 1.3 per cent through the third quarter of 2008 (Table 3). With the effect of the price-level adjustments falling out of the year-over-year calculation in the fourth quarter of 2008, the core rate moves up to about 1.7 per cent. Excess supply in the economy acts to keep the core rate below 2 per cent through 2009. As the amount of excess supply diminishes, and with the continuing upward pressure from higher

Technical Box 3 Recent Developments in House Prices

The Canadian housing market remained strong over the past 18 months, with house prices continuing to rise—albeit at a slower pace.¹ This contrasts with the experience in the United States where house prices have fallen steadily over the same period. The pace of increase in house prices in Canada should moderate somewhat further in the coming year.

The upward movement in Canadian house prices in recent years was largely related to income growth from strong employment, rising commodity prices, relatively low interest rates, and rising construction costs. Product innovation since 2006, such as mortgages with longer amortization periods, zero down payments, and insured mortgages for Alt-A borrowers, have also reinforced the demand pressure in the housing market.² A substantial proportion of new mortgages in Canada contain some of these features.

The Canadian subprime-mortgage market remains small, however, accounting for less than 5 per cent of the residential mortgage market, and it did not exhibit the excesses witnessed in the United States.

The growth in house prices is expected to moderate further in Canada over the next year. The construction of new homes remains elevated, and supply has been increasing in the resale market. Demand should ease, since affordability has deteriorated and economic growth is expected to slow. However, a general reversal in house prices is unlikely, as there are few signs of excess housing supply³: the proportion of newly completed unoccupied dwellings remains below its historical average and well below its level in the early 1990s in most Canadian cities.

The last two *Monetary Policy Reports* indicated that rising house prices have been an important contributor to growth in real household spending (through home-equity borrowing).⁴ Going forward, the continued moderation in the growth of house prices should reduce the support to household spending coming from home equity, but this merits continued careful monitoring so that financial factors driving activity are fully taken into account.

1. The rapid escalation and subsequent deceleration in house prices were particularly marked in Alberta, as a result of the oil-related boom in that province.

2. See the June 2007 *Financial System Review* (FSR), pp. 23–24, for a list of product innovations in the mortgage-insurance market and the December 2007 FSR, Box 1, p. 8, for developments in the subprime-mortgage market.

3. This does not exclude the possibility of imbalances in some segments of local markets.

4. See Box 2 in the April 2007 *Monetary Policy Report*.

Total CPI inflation, excluding the effect of changes in indirect taxes, is expected to average above 2 per cent for the rest of 2008.

labour and energy costs, core inflation subsequently rises to 2 per cent in 2010, a little later than in the last *Update*.

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI reflects the revised projection for core inflation, assumptions for energy prices based on current futures prices, and the impact of past changes in indirect taxes. Total CPI inflation in 2008 is projected to be higher than in the last *Update*, owing to the effect of higher futures prices for crude oil. Excluding the impact of the recent changes in indirect taxes, total CPI inflation is projected to average just under 2.5 per cent through the remainder of 2008 and then move slightly below 2 per cent in early 2009, before returning to the target in 2010.

Table 3 Summary of the Base-Case Projection*

	2007	2008				2009		2010
	Q4	Q1	Q2	H2	H1	H2		
Real GDP (quarterly growth or average quarterly growth at annual rates)**	0.8 (1.5)	1.0 (0.6)	0.3 (2.0)	1.8 (2.3)	2.7 (3.1)	3.3 (3.2)		3.4
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.9 (2.9)	2.1 (2.2)	1.3 (1.7)	1.1 (1.7)	1.9 (2.5)	2.8 (3.1)		3.3
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	1.4 (1.4)	1.3 (1.3)	1.5 (1.6)	1.7 (1.9)	1.8 (2.0)		2.0
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.4 (2.4)	1.8 (1.7)	1.7 (1.4)	1.9 (1.5)	1.8 (1.9)	1.8 (2.0)		2.0
Total CPI (excluding the effect of changes in indirect taxes) (year-over-year percentage change)	2.4 (2.4)	2.4 (2.2)	2.2 (1.9)	2.4 (2.0)	1.8 (1.9)	1.8 (2.0)		2.0
WTI *** (level)	91 (91)	98 (93)	111 (92)	109 (90)	106 (89)	104 (87)		102

* Figures in parentheses are from the January *Monetary Policy Report Update*.

** For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.

*** Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the 10 days ending 18 April 2008.

Risks to the Outlook

There are a number of risks around the Bank's base-case projection for inflation in Canada. The risks around the U.S. and global economic projections are considered to be balanced.

On the upside, stronger domestic demand than assumed in the base-case projection, driven by solid wage gains in a tight labour market and continued improvements in the terms of trade, could

lead to higher inflation. Given the persistent weakness in Canada's labour productivity growth, potential output growth could also be lower than assumed and could intensify the upward pressure on inflation. Furthermore, if demand for commodities from emerging markets remains robust and the ability of producers to increase global supplies is constrained, upward pressure on many commodity prices may intensify.

Global inflationary pressures also pose an upside risk. They could spill over to Canada and lead to higher-than-projected inflation through increased costs for imports.

On the downside, weakness in the United States and other industrialized countries may result in greater downward pressure on commodity prices than assumed in the base case. This would have the effect of slowing the rate of increase in real incomes and domestic demand in Canada, putting downward pressure on inflation.

There is also the risk that market funding for Canadian banks and firms could be more difficult than assumed, which could further increase the cost and restrict the availability of credit for business investment and consumption.

As well, there is the risk of greater direct downward pressure on core goods prices related to the past appreciation of the Canadian dollar. The increased competitive pressures, which have been seen most importantly in the prices of automobiles, could spread to other sectors.

Overall, the risks to the base-case projection for inflation appear balanced.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: 613 782-8248; toll free in North America: 1 877 782-8248;
email: publications@bankofcanada.ca
website: www.bankofcanada.ca

En outre, il est possible que les banques et les entreprises canadiennes aient plus de mal à lever des capitaux sur les marchés que la Banque le suppose dans son scénario, de sorte qu'il deviendrait plus difficile et coûteux d'emprunter pour financer des dépenses d'investissement ou de consommation.

Il existe également un risque que l'appréciation passée du dollar canadien exerce une pression à la baisse plus forte que prévu sur le prix des biens compris dans l'indice de référence. L'intensification de la concurrence, dont les effets se sont surtout fait sentir sur les prix des véhicules automobiles, pourrait s'étendre à d'autres secteurs.

Tout compte fait, les risques pesant sur la projection de la Banque en matière d'inflation paraissent équilibrés.

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du Rapport au complet, du Sommaire ou de la Mise à jour, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais
en Amérique du Nord : 1 877 782-8248;
adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : www.banqueducanada.ca

Les prévisions relatives au taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global reflètent la trajectoire révisée de l'inflation de l'IPC global attendus de l'indice de référence, les prix attendus de l'énergie des modifications passées des impôts indirects. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait être plus élevée en 2008 que ce qu'on entrevoit en janvier, compte tenu de la hausse des cours à terme de pétrole brut. La Banque s'attend à ce que le taux d'augmentation de l'IPC global, hors effet des modifications récentes des impôts indirects, s'établisse en moyenne juste au-dessous de 2,5 % durant le reste de 2008 et qu'il revienne un peu en deçà de 2 % au début de 2009, avant de remonter à la cible en 2010.

Les risques pesant sur les perspectives

Un certain nombre de risques entourent la projection de la Banque au sujet de l'inflation au Canada. En ce qui a trait aux économes américaine et mondiale, les risques planant sur la réalisation du scénario de référence sont jugés équilibrés.

Du côté des risques à la hausse, il y a la possibilité que la demande intérieure s'avère plus vigoureuse que prévu, par suite de nouvelles améliorations des termes de l'échange et de solides gains salariaux réalisés à la faveur de la situation tendue du marché du travail, et qu'elle provoque ainsi une augmentation de l'inflation. Vu la faiblesse persistante de la croissance de la production du travail au Canada, le taux d'accroissement de la production potentielle pourrait également être inférieur aux hypothèses, ce qui pourrait amplifier les pressions haussières sur l'inflation. Si, en outre, la demande de produits de base dans les marchés émergents demeure robuste et que l'offre mondiale peine à suivre, il se peut que les pressions à la hausse s'accroissent sur les prix de bon nombre de matières premières.

Un autre risque à la hausse réside dans les tensions inflationnistes que l'on observe à l'échelle mondiale. Celles-ci pourraient se propager au Canada par le biais d'une montée du coût des importations et ainsi tirer l'inflation vers le haut. Pour ce qui est des risques à la baisse, une croissance anémique aux États-Unis et dans les autres pays industrialisés pourrait entraîner un repli plus important des cours des produits de base que celui envisagé dans le scénario de référence. Il en résulterait un ralentissement de la progression des revenus réels et de la demande intérieure au Canada, ce qui tendrait à faire diminuer l'inflation.

Les perspectives en matière d'inflation

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintiendra à environ 1,3 % jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2008, à cause surtout des récents ajustements du niveau des prix des véhicules automobiles (Tableau 3). Au quatrième trimestre de 2008, ce facteur cessera d'influer sur le calcul du taux d'accroissement en glissement annuel de l'indice de référence, qui devrait alors remonter aux alentours de 1,7 %. En 2009, l'inflation mesurée par cet indice restera au-dessous de 2 % en raison de la présence d'une offre excédentaire au sein de l'économie. Sous l'effet de la diminution de l'offre excédentaire et de la hausse continue des coûts de la main-d'œuvre et de l'énergie, le taux d'augmentation de l'indice de référence remontera à 2 % en 2010, soit un peu plus tard que la Banque ne l'anticipait dans la *Mise à jour* de janvier.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait remonter à 2 % en 2010.

Résumé des projections selon le scénario de référence*

Tableau 3									
Résumé des projections selon le scénario de référence*									
		2007		2008		2009		2010	
	4e trim.	1er trim.	2e trim.	2e trim.	1er sem.	2e sem.			
PiB réel	0,8	1,0	0,3	1,8	2,7	3,3	3,4		
(taux de croissance trimestriels annualisés)**	(1,5)	(0,6)	(2,0)	(2,3)	(3,1)	(3,2)			
PiB réel	2,9	2,1	1,3	1,1	1,9	2,8	3,3		
(taux de variation en glissement annuel)	(2,9)	(2,2)	(1,7)	(1,7)	(2,5)	(3,1)			
Indice de référence	1,6	1,4	1,3	1,5	1,7	1,8	2,0		
(taux de variation en glissement annuel)	(1,6)	(1,4)	(1,3)	(1,6)	(1,9)	(2,0)			
IPC global	2,4	1,8	1,7	1,9	1,8	1,8	2,0		
(taux de variation en glissement annuel)	(2,4)	(1,7)	(1,4)	(1,5)	(1,9)	(2,0)			
IPC global corrigé de l'effet des modifications des impôts indirects	2,4	2,4	2,2	2,4	1,8	1,8	2,0		
(taux de variation en glissement annuel)	(2,4)	(2,2)	(1,9)	(2,0)	(1,9)	(2,0)			
WTI** (niveau)	91 (91)	98 (93)	111 (92)	109 (90)	106 (89)	104 (87)	102		

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la Mise à jour de janvier du Rapport sur la

politique monétaire.

*** Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la

moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.

se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines

terminée le 18 avril 2008.

Note technique 3 L'évolution récente des prix des maisons

Le marché canadien du logement est demeuré robuste au cours des 18 derniers mois, et les prix des maisons ont continué d'augmenter, quoique à une cadence moins rapide¹. Il n'en a pas été de même aux États-Unis, où ils ont diminué de façon constante pendant la même période. Le rythme de croissance des prix des maisons au Canada devrait ralentir encore un peu au cours de la prochaine année.

Le mouvement à la hausse des prix des habitations observé au pays ces dernières années s'explique en grande partie par : l'accroissement des revenus lié au dynamisme de l'emploi; la montée des cours des matières premières; le niveau relativement bas des taux d'intérêt; et l'augmentation des coûts de construction. L'apparition depuis 2006 de plusieurs innovations dans le domaine des produits hypothécaires (prêts amortis sur une plus longue période, prêts sans mise de fonds, prêts assurés accordés aux emprunteurs relevant de la catégorie « Alt-A », etc.) a aussi accentué la pression de la demande sur le marché du logement². Une proportion non négligeable des prêts hypothécaires récemment accordés sont assortis de caractéristiques de ce genre.

Le marché canadien des prêts hypothécaires à risque reste cependant limité. Il représente en effet moins de 5 % du marché hypothécaire résidentiel et n'a pas été en butte aux excès que l'on a constatés chez nos voisins du sud.

On s'attend à ce que le rythme d'augmentation des prix des maisons ralentisse encore au Canada au cours de l'année à venir. La construction de logements demeure élevée et l'offre a progressé sur le marché de la vente. La demande devrait fléchir compte tenu de la détérioration de l'abordabilité des maisons et du tassement attendu de la croissance économique. Un renversement généralisé des prix des maisons est néanmoins peu probable, car il y a peu d'indications d'un excédent de l'offre³ : la proportion des logements récemment achetés et restes inoccupés demeure inférieure à la moyenne historique et se situe bien au-dessous des niveaux atteints au début des années 1990 dans la plupart des villes canadiennes.

Dans les deux dernières livraisons du *Rapport sur la politique monétaire*, on indiquait que le renchérissement des maisons avait contribué de façon importante à la hausse des dépenses réelles des ménages, grâce aux emprunts garantis par la valeur nette des propriétés⁴. Pour l'avenir, le ralentissement continu de la progression des prix des maisons devrait restreindre la contribution de celle-ci à la croissance des dépenses des ménages. Il faudra suivre de près la situation afin de prendre pleinement en compte les facteurs financiers qui influent sur l'activité économique.

1. L'ascension rapide des prix des maisons et la décélération qui a suivi ont été particulièrement marquées en Alberta, dans la foulée du boom pétrolier que connaît la province.
2. On trouvera dans la livraison de juin 2007 de la *Revue du système financier* (p. 23-24) une liste des innovations qui ont vu le jour sur le marché de l'assurance hypothécaire, et dans la livraison de décembre 2007 de cette même revue (Encadré 1, p. 8) une analyse de l'évolution des marchés des prêts hypothécaires à risque.
3. Ce qui n'exclut pas la possibilité de déséquilibres dans certains segments des marchés locaux.
4. Voir la Note technique 2 dans la livraison d'avril 2007 du *Rapport sur la politique monétaire*.

La croissance de la demande intérieure finale au Canada devrait soutenir de façon importante l'expansion de l'économie.

La croissance de la demande intérieure finale au Canada devrait soutenir de façon importante l'expansion de l'économie. La Banque s'attend à ce que la croissance des dépenses de consommation demeure vigoureuse au premier semestre de 2008, puis ralentisse un peu durant le reste de la période de projection. Les gains solides anticipés se fondent sur une montée continue du revenu disponible réel et de l'avoir net des ménages, ainsi que sur le degré de détente monétaire en place; la progression des dépenses de consommation sera cependant légèrement freinée par les effets qu'aura la réduction de la croissance aux États-Unis sur le revenu réel, l'avoir net et la confiance des ménages. Après avoir atteint un très haut niveau l'an dernier, les investissements dans le secteur du logement devraient reculer de façon modeste au cours de la période de projection (Note technique 3). Le resserrement des conditions de crédit au Canada devrait également avoir un faible effet modérateur sur la progression des dépenses des ménages, mais celui-ci devrait être largement dissipé d'ici 2010.

La croissance des investissements des entreprises, qui avait été très vive en 2007, devrait fléchir pendant la période de projection à cause de l'essoufflement de l'économie mondiale, du durcissement des conditions de crédit et de l'incertitude accrue engendrée par les turbulences des marchés financiers. Elle devrait néanmoins demeurer robuste dans l'ensemble, compte tenu des projets déjà lancés, des niveaux toujours élevés des prix des produits de base, de la forte rentabilité des entreprises et de la solidité des bilans. Le rythme d'accroissement réel des dépenses publiques en biens et services devrait décélérer et s'établir en moyenne tout juste au-dessus de 3 % jusqu'en 2010.

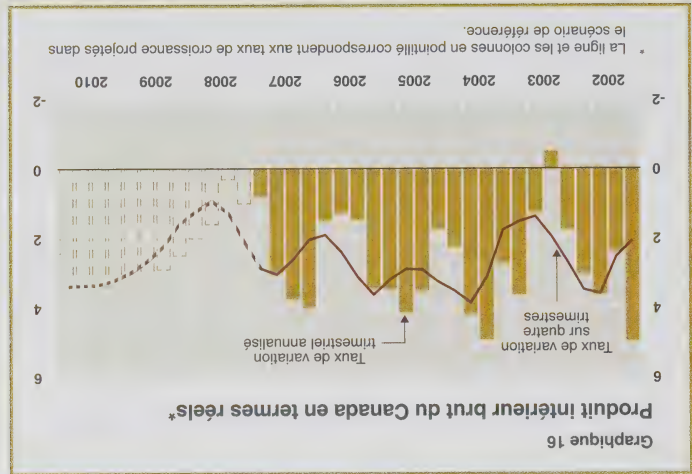
La faiblesse de la croissance à court terme entraînera l'apparition d'une offre excédentaire au sein de l'économie canadienne au second trimestre de 2008. La Banque prévoit que la marge de capacités inutilisées continuera d'augmenter jusqu'aux premiers mois de 2009. Selon le scénario de référence, le degré de détente monétaire en place — lequel devrait s'accroître d'ici la fin de l'année —, le redressement graduel de l'économie américaine et le retour à la normale, à plus ou moins brève échéance, des conditions de crédit au Canada et ailleurs dans le monde contribueront tous à rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande globales vers le milieu de 2010.

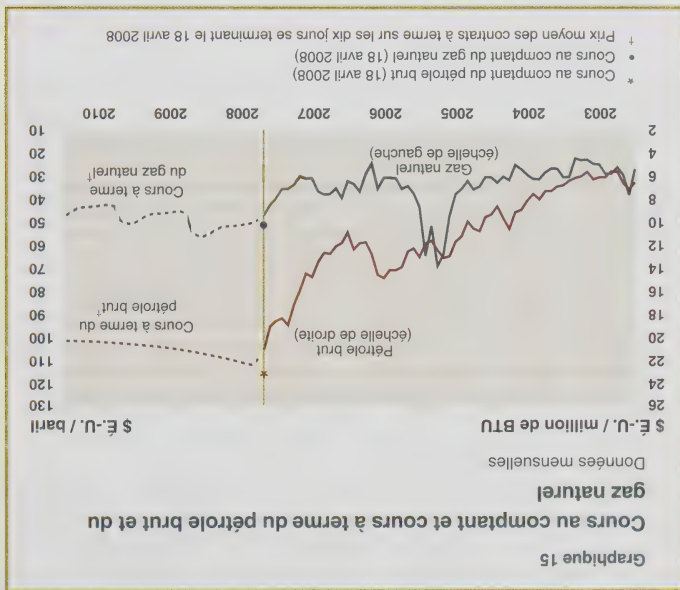
L'économie canadienne devrait afficher une offre légèrement excédentaire du deuxième trimestre de 2008 jusqu'au milieu de 2010.

Tableau 2 Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel				
En points de pourcentage*				
	2007	2008	2009	2010
Consommation	2,6 (2,2)	2,5 (2,2)	2,3 (2,4)	2,3
Logement	0,2 (0,2)	0,1 (-0,1)	-0,1 (0)	-0,1
Administrations publiques	0,8 (0,6)	0,9 (0,7)	0,6 (0,6)	0,6
Investissements fixes des entreprises	0,6 (0,6)	0,4 (0,5)	0,4 (0,5)	0,4
Total partiel : demande intérieure finale	4,2 (3,6)	3,9 (3,3)	3,2 (3,5)	3,2
Exportations	0,4 (0,6)	-1,3 (-0,1)	0,1 (0,4)	1,2
Importations	-1,9 (-1,7)	-1,1 (-1,3)	-0,9 (-1,1)	-1,1
Total partiel : exportations nettes	-1,5 (-1,1)	-2,4 (-1,4)	-0,8 (-0,7)	0,1
Stocks	0 (0,1)	-0,1 (-0,1)	0 (0)	0
PIB	2,7 (2,6)	1,4 (1,8)	2,4 (2,8)	3,3

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la Mise à jour de janvier.

La progression des importations devant demeurer forte, les exportations nettes modéreront davantage la croissance globale en 2008 qu'on ne l'anticipait en janvier.





Dans son scénario de référence pour 2008 et 2009, la Banque d'économie canadienne que celui envisagé dans la *Mise à jour* de janvier (Tableau 2). En moyenne annuelle, l'économie devrait progresser de 1,4 % en 2008, de 2,4 % en 2009 et de 3,3 % en 2010 (Graphique 16).

Le ralentissement de l'activité au Canada en 2008 résulte principalement du recul supplémentaire qu'accusent les exportations au premier semestre, en raison de l'atonie de la demande américaine et de l'appréciation passée du dollar canadien. Si un redressement des exportations est attendu au deuxième semestre de 2010, vu le caractère graduel du raffermissement de la demande aux États-Unis.

On s'attend à une lente reprise de la progression des exportations canadiennes à compter du milieu de 2008.

Compte tenu de la détérioration des perspectives d'évolution du PIB américain et du resserrement des conditions de crédit, les taux d'expansion du PIB en Europe et au Japon ont été révisés à la baisse pour 2008 et 2009, mais on s'attend à ce qu'ils dépassent légèrement le rythme d'accroissement de la production potentielle en 2010.

L'expansion devrait demeurer forte en Chine et dans les économies nouvellement industrialisées d'Asie. Toutefois, elle ralentira sans doute à l'horizon projeté, à cause de l'essoufflement de la demande aux États-Unis et dans les autres pays industrialisés ainsi que du resserrement de la politique monétaire nécessaire pour contenir la montée des pressions inflationnistes.

Les prix des produits de base non énergétiques sont plus élevés à court terme qu'on ne l'entrevoyait en janvier, mais on prévoit qu'ils diminueront de quelque 15 % d'ici la fin de 2010. L'offre de ces produits devrait graduellement s'ajuster, à mesure que les capacités de production s'amplifieront et que la baisse des approvisionnements due aux mauvaises conditions météorologiques se résorbent. En outre, la demande mondiale de produits de base fléchira vraisemblablement, dans la foulée du ralentissement de la croissance à l'échelle du globe.

Les cours à terme du pétrole brut sont eux aussi supérieurs à ce qu'ils étaient lors de la publication de la *Mise à jour* de janvier (Graphique 15). À en juger par les cours à terme enregistrés durant la période de 10 jours terminée le 18 avril, le prix du baril de brut devrait chuter d'environ 10 % par rapport à son niveau actuel d'un peu plus de 112 dollars E.-U. et s'établir aux alentours de 102 dollars E.-U. en 2010. Les cours à terme du gaz naturel dépassent également un peu ceux observés en janvier.

La demande et l'offre globales au Canada

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne ont été directement touchées par la révision à la baisse des taux d'activité anticipés aux États-Unis et par les tensions auxquelles sont encore soumis les marchés du crédit, alors que les institutions réduisent leur levier d'endettement et réévaluent les risques. Si les conditions du crédit octroyé aux ménages et aux entreprises se sont resserrées, les taux pratiqués ne reflètent pas en entier la hausse des primes payées par les banques pour lever des capitaux sur les marchés. On suppose que ces primes plus élevées seront répercutées sur les emprunteurs et que le durcissement des conditions de prêt persistera jusqu'à la fin de 2008. Les primes de crédit devraient ensuite diminuer progressivement en 2009 et se stabiliser, en 2010, à 25 points de base au-dessus du niveau où elles se situaient avant la période d'agitation.

L'économie canadienne devrait croître de 1,4 % en 2008, de 2,4 % en 2009 et de 3,3 % en 2010.

La croissance du PIB en Europe et au Japon ralentira sans doute plus qu'on ne l'avait d'abord escompté.

Les cours à terme du pétrole laissent présager que le prix de l'or noir se repliera pour s'établir à environ 102 dollars E.-U. le baril d'ici 2010.

Tableau 1 Projection relative à la croissance mondiale						
Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)					
	2007	2008	2009	2010		
Etats-Unis	22	2,2 (2,2)	1,0 (1,5)	1,7 (2,5)	3,4	
Union européenne	20	2,7 (2,7)	1,3 (1,8)	1,6 (1,9)	2,2	
Japon	7	2,0 (1,9)	1,4 (1,6)	1,6 (1,8)	1,8	
Chine et ENI ^c d'Asie	14	10,2 (9,7)	8,4 (8,9)	7,2 (7,5)	7,3	
Autres pays	37	6,3 (6,1)	5,2 (5,5)	4,6 (4,8)	5,5	
Ensemble du monde	100	4,9 (4,8)	3,7 (4,1)	3,5 (3,9)	4,4	

a. La part de chaque pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2006. Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*, janvier 2008

b. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans la *Mise à jour de janvier 2008 du Rapport sur la politique monétaire*. À noter que les taux projetés ont été corrigés pour tenir compte de nouvelles estimations des parts des pouvoirs d'achat.

c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée du Sud, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.

Source : Banque du Canada

logement, la chute du niveau de l'activité et des prix devrait se poursuivre jusqu'au deuxième semestre de 2009. On prévoit maintenant que l'élargissement des écarts de crédit, la raréfaction du financement et le durcissement des conditions de prêt persisteront tout au long de 2008, avant de s'estomper graduellement en 2009. En 2010, alors que le marché du logement se stabilisera, que la forte aversion pour le risque se résorbera et que les institutions financières amélioreront leurs positions de trésorerie, les conditions de crédit reviendront vraisemblablement à des niveaux plus normaux.

Plusieurs facteurs compensent en partie la faiblesse de l'économie américaine en 2008 et contribueront à la reprise de l'activité en 2009 et 2010. Premièrement, la politique monétaire a été considérablement assouplie ces derniers mois, si bien qu'elle soutiendra dans une certaine mesure la demande intérieure. Deuxièmement, l'effet cumulatif de la dépréciation du taux de change effectif réel du dollar américain, conjugué à une robuste croissance économique dans le reste du monde, aidera à renforcer les exportations. Troisièmement, l'assouplissement des conditions de crédit et l'élimation progressive du stock de logements excédentaires favoriseront une reprise de la croissance durant la deuxième moitié de la période de projection. Enfin, le programme de relance budgétaire du gouvernement américain devrait stimuler temporairement l'activité économique au milieu de 2008.

La dépréciation du dollar américain contribuera à renforcer les exportations.

4. LES PERSPECTIVES

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne pour la période se terminant à la fin de 2010 ont été revues à la baisse par rapport à celles exposées dans la *Mise à jour* de janvier, pour tenir compte des retombées du ralentissement des économies américaines et mondiale et du resserrement des conditions de crédit attribuable à la persistance de tensions sur les marchés financiers. Le scénario de référence se fonde sur plusieurs hypothèses clés. Premièrement, la Banque suppose que le taux de change du dollar canadien se situera en moyenne à 98 cents E.-U., soit à l'intérieur de la fourchette dans laquelle il a oscillé récemment. Deuxièmement, elle fait l'hypothèse que les prix de l'énergie évolueront conformément aux cours actuels des contrats à terme. Troisièmement, il est présupposé que le durcissement des conditions de crédit à l'échelle mondiale se poursuivra jusqu'en 2009. Quatrièmement, la Banque postule que le taux de croissance de la production potentielle s'établira à 2,8 % en 2008, à 2,7 % en 2009 et à 2,6 % en 2010. Enfin, le scénario de référence table sur une correction graduelle et ordonnée des déséquilibres mondiaux.

La conjoncture internationale

On s'attend à ce que l'économie mondiale ralentisse considérablement en 2008 et 2009. La demande intérieure des États-Unis devrait demeurer faible au cours de la prochaine année.

Le rythme d'expansion de l'économie mondiale devrait ralentiser considérablement en 2008 et 2009 (Tableau 1), en raison de l'accentuation du ralentissement de l'économie américaine et de son incidence sur les autres économies, en particulier celles des grands pays industrialisés. L'économie mondiale devrait reprendre de la vigueur en 2010, à mesure que les turbulences des marchés du crédit se dissiperont, que les marchés de l'habitation se stabiliseront aux États-Unis et en Europe, et que la demande intérieure se renforcera et que l'offre excédentaire diminuera au sein des économies.

La Banque s'attend maintenant à ce que le PIB américain recule faiblement au premier semestre de 2008, avant que la croissance ne reprenne progressivement jusqu'à la fin de 2009. La demande intérieure aux États-Unis devrait rester faible au cours de la prochaine année, sous l'effet de la baisse de l'emploi, de la

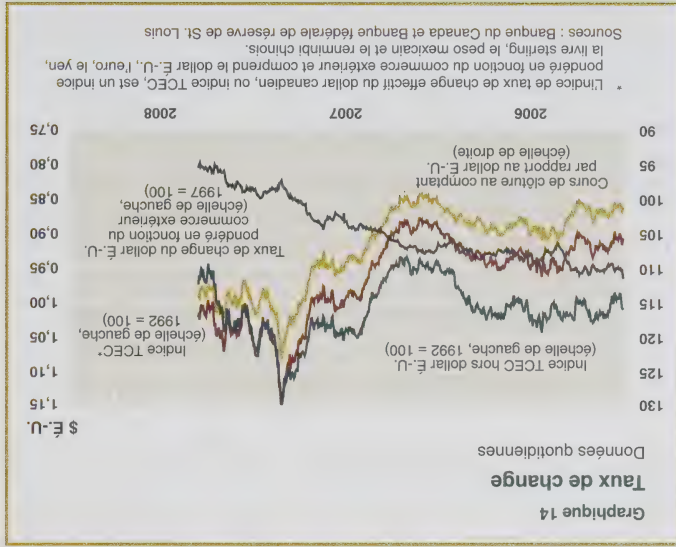
flambée des prix de l'essence, de la dégradation de la confiance des consommateurs, d'un nouveau repli dans le secteur de l'habitation et du resserrement des conditions de crédit. Dans le cas du 8. Compte tenu des tendances démographiques, on prévoit encore que la croissance tendancielle de l'offre de main-d'œuvre diminuera d'environ 0,1 point de pourcentage par année en 2009 et en 2010. Bien que les chiffres respectifs de cette croissance et de la croissance tendancielle de la productivité du travail diffèrent de ceux que la Banque a utilisés pour établir le taux d'augmentation postulé de la production potentielle, la combinaison des deux chiffres aboutit à une valeur assez proche du taux pris pour hypothèse.

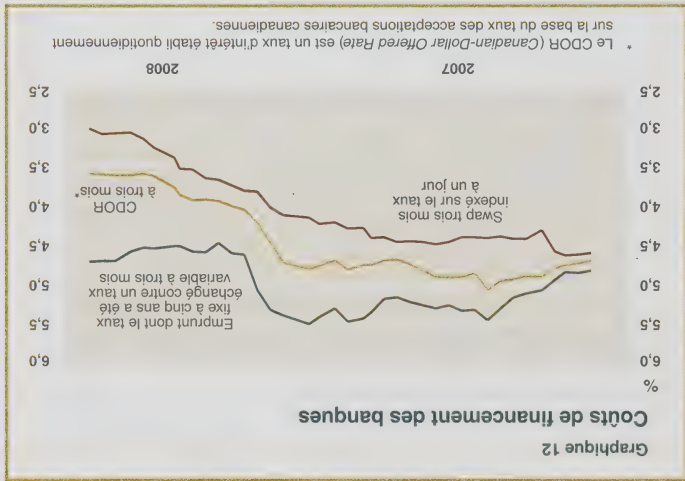
compte tenu de la réduction du taux du financement à un jour. La croissance des crédits aux ménages demeure vigoureuse, malgré un certain ralentissement observé jusqu'à maintenant en 2008. Le dynamisme persistant de la demande de crédit des ménages s'explique par l'expansion robuste de l'emploi, la progression soutenue des salaires, la hausse de la valeur nette des propriétés et la diminution des coûts d'emprunt effectifs.

Les taux de change

Depuis la publication de la *Mise à jour* de janvier, le taux de change du dollar canadien s'est établi en moyenne à 100 cents E.-U. mais, dernièrement, le dollar a évolué à l'intérieur d'une fourchette d'environ 97 à 100 cents E.-U. (Graphique 14). Les cours élevés de l'énergie et des métaux continuent à soutenir la monnaie. Si l'écart observé entre les taux directeurs canadien et américain s'est creusé depuis janvier, l'écart prévu d'ici le troisième trimestre de 2008 s'est rétréci, ce qui exerce une légère pression baissière sur le dollar canadien. L'indice TCEC hors dollar E.-U., pondéré en fonction des échanges commerciaux, a reculé de quelque 4,2 % depuis janvier, sous l'effet de la vigueur de l'euro et du yen ainsi que des préoccupations concernant les répercussions négatives du ralentissement de l'économie américaine sur l'économie canadienne.

Le dollar canadien a évolué dernièrement à l'intérieur d'une fourchette d'environ 97 à 100 cents E.-U.





évolution tient en partie au fait que le financement bancaire tend à remplacer le financement sur les marchés dans le contexte de turbulence actuel.

L'écart de taux entre le coût des emprunts des ménages et le taux du financement à un jour est aussi demeuré élevé, et au 21 avril, on l'estime à quelque 50 points de base de plus que l'été dernier. Toutefois, les conditions d'octroi des prêts aux ménages ne se sont pas resserrées et le coût de ces emprunts a baissé



La croissance des crédits aux ménages et aux entreprises demeure vigoureuse.

Les conditions du crédit au Canada

Les turbulences qui secouent les marchés financiers mondiaux ont entraîné un resserrement des conditions du crédit au Canada, mais les tensions sur nos marchés du crédit ont été un peu moins prononcées que celles observées aux États-Unis. Les bilans des institutions financières, des entreprises et des ménages canadiens sont plus sains. Les banques canadiennes sont moins engagées sur le marché des prêts hypothécaires à risque que leurs homologues américaines. En outre, elles dépendent moins de la titrisation pour leur financement et des marchés de capitaux pour leurs revenus. Jusqu'à présent, leurs pertes restent contenues, et leur exposition aux produits structurés adossés à des prêts hypothécaires à risque est assez facile à gérer.

Toutefois, depuis le début de la tourmente financière l'été dernier jusqu'au 21 avril, l'écart de taux moyen lié aux différents types de financement obtenu sur le marché par les banques a crû d'environ 75 points de base par rapport au taux du financement à un jour⁷. Le resserrement des conditions du crédit est surtout visible dans les primes payées par les banques pour émettre des obligations et des billets de dépôt de premier rang. Les banques se sont montrées disposées à absorber ces primes plus élevées afin de s'assurer d'un financement à plus long terme, mais n'ont pas encore répercuté entièrement la hausse sur les entreprises et les ménages. Cependant, le coût absolu des emprunts des banques a diminué, étant donné la réduction de 100 points de base du taux du financement à un jour au cours de la période (Graphique 12).

L'écart de taux entre le coût des emprunts des entreprises non financières et le taux du financement à un jour au 21 avril a augmenté d'environ 50 points de base depuis le milieu de 2007. Cet accroissement a été plus que compensé par les baisses du

taux du financement à un jour. Néanmoins, les modalités du crédit se sont durcies et l'accès au financement bancaire pour les nouveaux clients a été réduit. L'émission de titres de dette par des sociétés non financières demeure difficile, et les nouveaux titres d'emprunt sont généralement émis à des taux supérieurs aux taux indicatifs observés sur les marchés secondaires. Dans l'ensemble, la croissance des crédits aux entreprises est restée forte au premier trimestre de 2008 (Graphique 13). Cette

7. L'élargissement des écarts de taux par rapport au taux du financement à un jour sous-estime le creusement des écarts de crédit, car il ne tient pas compte des attentes du marché concernant les baisses futures du taux du financement à un jour. Entre août 2007 et le 21 avril, les écarts de taux relatifs au financement à court terme pour les banques ont augmenté de quelque 50 points de base par rapport au taux attendu du financement à un jour, et les écarts de taux liés à l'emprunt à taux fixe à 5 ans converti en emprunt à taux variable ont crû d'environ 150 points de base.

*L'incidence des turbulences
des marchés financiers
sur les conditions du
crédit a été plus modérée
au Canada qu'aux
États-Unis.*

*Les écarts de taux liés au
financement des banques
sur le marché demeurent
élevés par rapport au
taux du financement
à un jour.*

*Les modalités du crédit
aux entreprises se sont
durcies.*

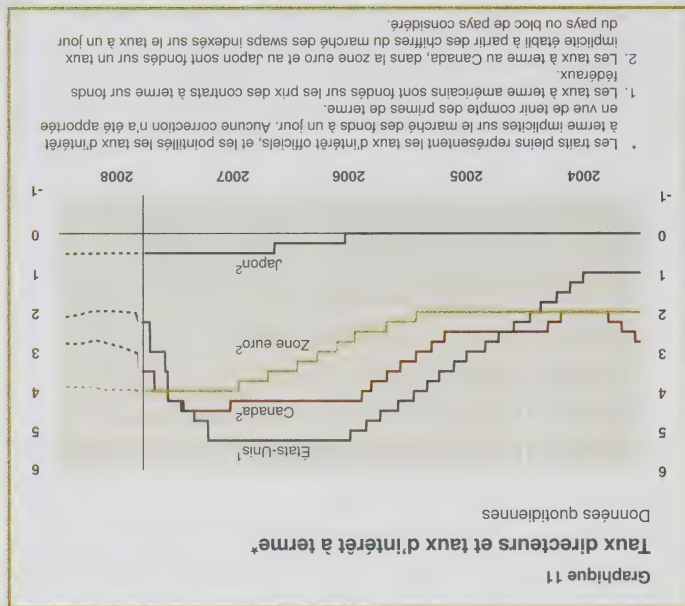
de plusieurs grandes banques internationales en vue d'améliorer la déclaration des pertes potentielles et de renforcer leurs bilans ont aussi permis d'atténuer quelque peu l'incertitude entourant le risque de contrepartie.

Les taux directeurs

La Réserve fédérale américaine a abaissé le taux cible des fonds fédéraux de 300 points de base depuis septembre 2007 (Graphique 11), en réaction à la baisse de régime de l'économie américaine ainsi qu'à l'augmentation du coût et au resserrement de l'offre du crédit aux entreprises et aux ménages. Les taux à court terme aux États-Unis reflètent les attentes d'une nouvelle réduction du taux des fonds fédéraux au cours de l'année. La Banque d'Angleterre a également diminué son taux directeur. En revanche, la Banque centrale européenne et la Banque du Japon ont laissé leurs taux directeurs inchangés depuis le début de la tourmente financière.

Le taux directeur au Canada a été abaissé de 150 points de base depuis décembre. Les marchés s'attendent à une nouvelle diminution de 25 points de base du taux du financement à un jour avant la fin de 2008.

La Réserve fédérale américaine a abaissé le taux des fonds fédéraux de 300 points de base depuis septembre 2007. Les marchés s'attendent à une nouvelle diminution de 25 points de base du taux directeur au Canada avant la fin de 2008.



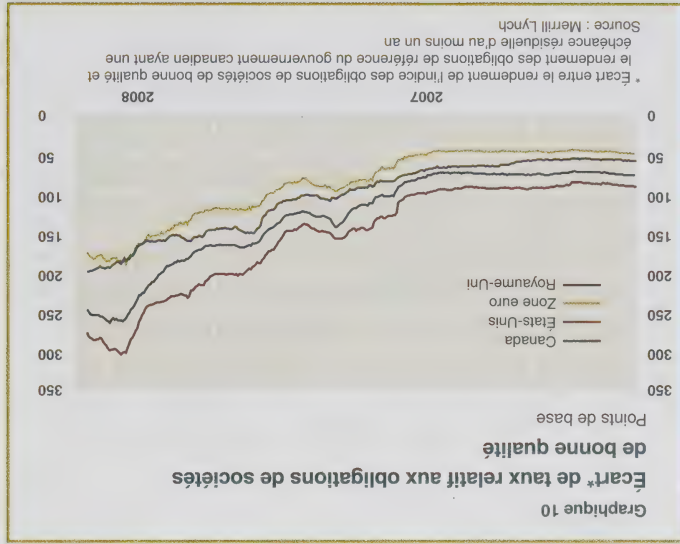
3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

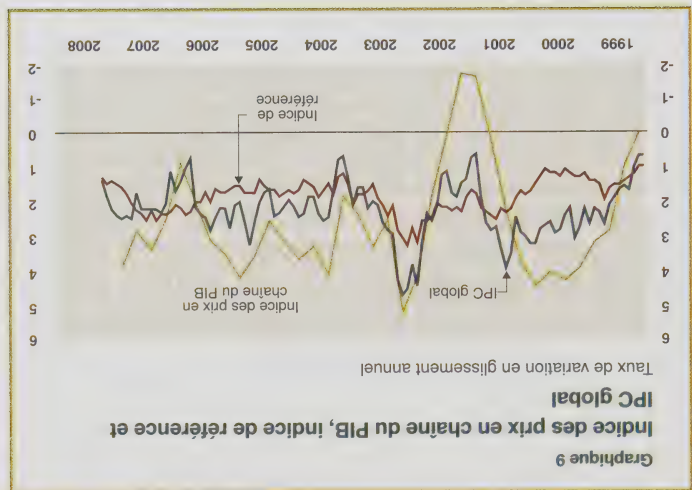
Les conditions sur les marchés financiers mondiaux

Les tensions au sein du système financier mondial se sont généralisées et aggravées ces derniers mois. Les pertes estimatives découlant de l'exposition à des prêts hypothécaires américains et à des instruments de crédit structurés ont augmenté, et les problèmes observés sur ces marchés se sont propagés aux autres marchés du crédit. Les écarts de rendement entre les obligations de sociétés et les obligations d'État se sont fortement creusés (Graphique 10), et l'émission de titres d'emprunt sur plusieurs marchés clés de titres à revenu fixe a été limitée. Ces difficultés ont été exacerbées par un manque de liquidité, une réduction généralisée du levier d'endettement des institutions financières et l'assombrissement des perspectives de l'économie américaine.

L'incertitude répandue concernant la distribution des pertes sur créances parmi les institutions financières a continué à entretenir les préoccupations au sujet du risque de contrepartie et a contribué à la hausse des écarts de taux relatifs aux emprunts sur les marchés monétaires à terme. Au mois de mars, alors que de nouveaux signes de pressions apparaissaient sur ces marchés, les banques centrales sont encore une fois intervenues de façon concertée afin de soutenir le système financier. Elles ont pris un certain nombre de mesures additionnelles visant à assurer un apport en liquidités aux institutions financières. Les initiatives récentes

Les tensions se sont aggravées sur les marchés internationaux du crédit.



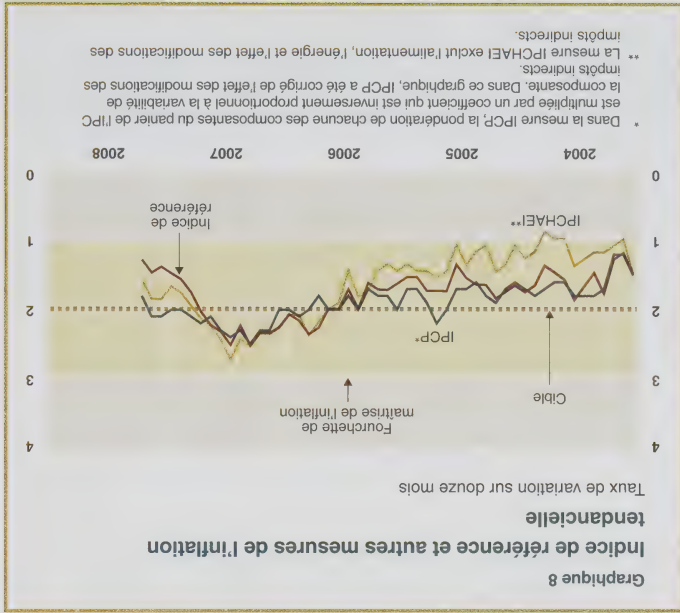


Les autres mesures de l'inflation tendancielle que suit la Banque, une fois corrigées de l'effet des modifications des impôts indirects, dépassaient légèrement le taux d'augmentation de l'indice de référence au premier trimestre de 2008 (Graphique 8). Étant donné que la baisse récente de l'inflation mesurée par l'indice de référence semble tenir pour une bonne part aux ajustements ponctuels du niveau des prix, le Conseil de direction estime, après avoir examiné ces autres mesures, que l'inflation tendancielle était d'environ 2 % au premier trimestre.

Le taux de variation sur quatre trimestres de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et des services produits au Canada) est passé de 3,4 % au deuxième trimestre de 2007 à 3,9 % au quatrième trimestre, par suite de l'amélioration substantielle des termes de l'échange du Canada (Graphique 9).

Les principaux indicateurs des attentes d'inflation demeurent bien ancrés à 2 %. Le taux d'accroissement moyen de l'IIPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2009 s'inscrit à 2 %, et d'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus ce printemps, quelque 80 % des firmes sondées estiment que la hausse de l'IIPC se maintiendra à l'intérieur d'une fourchette de 1 à 3 % durant les deux prochaines années. En ce qui concerne l'inflation à long terme, les prévisionnistes continuent également de tabler sur des taux très proches de 2 %.

... mais les autres mesures
de l'inflation tendan-
cielle dépassaient
légèrement le taux
d'augmentation de
l'indice de référence au
premier trimestre.



Note technique 2

Inflation mesurée par l'indice de référence au Canada :
interprétation de l'évolution récente

Depuis le milieu de 2007, le taux d'accroissement de l'indice de référence (IPCX) a diminué de façon marquée au Canada. Cette baisse a concerné bon nombre des composantes d'IPCX, mais a été particulièrement notable dans le cas des prix des véhicules automobiles, dont l'évolution explique près de la moitié du repli constaté (Tableau A).

Le recul récent des prix des véhicules automobiles reflète un ajustement de leur niveau général, lié à la pression accrue de la concurrence induite par les fluctuations du dollar canadien. L'appréciation du huard, lequel a avoisiné à l'automne la parité avec le dollar américain, a rendu les avantages que peuvent tirer les Canadiens des achats outre-frontière suffisamment tangibles pour pousser les constructeurs automobiles à réduire les écarts observés par rapport aux prix pratiqués sur le marché américain.

La comparaison entre les prix des biens durables (hors automobiles) et semi-durables vendus au Canada et aux États-Unis montre que le rétrécissement de ces écarts a été d'ampleur limitée. Cette situation tient probablement à la vigueur de la demande intérieure au Canada, dont témoignent les marges bénéficiaires élevées des grossistes et des détaillants. Toutefois, il est possible que la pression de la concurrence fasse reculer les prix d'un plus grand nombre de biens.

D'autres facteurs ont aussi concouru à la récente décline de l'inflation mesurée par l'IPCX. Les prix des aliments inclus dans l'indice ont sans doute été sensibles aux effets de la concurrence accrue que se livrent les détaillants alimentaires ainsi qu'à une hausse de l'offre de viande; il se peut aussi que l'appréciation du dollar canadien se soit en partie répercutée sur eux. Enfin, la stabilisation du prix des maisons en Alberta a eu un effet modérateur sur les prix des services liés au logement compris dans l'indice de référence.

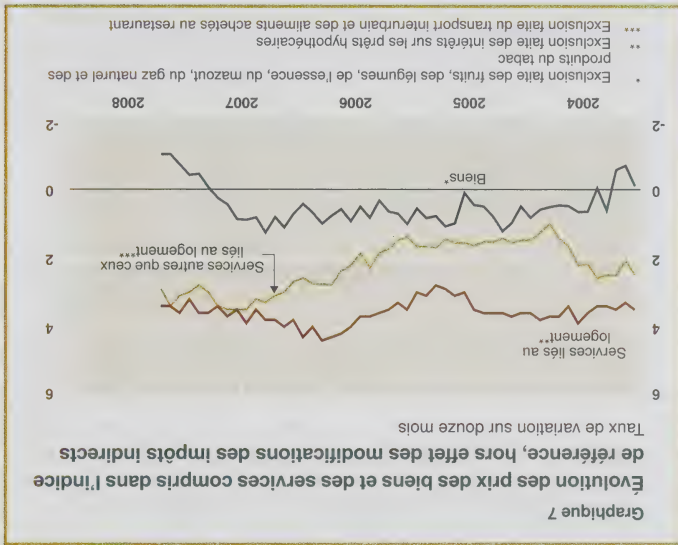
**Tableau A : Apport au taux d'augmentation (en glissement annuel) d'IPCX
du deuxième trimestre de 2007 au premier trimestre de 2008^a**

Composante	Apport (en points de pourcentage)
Véhicules automobiles	-0,42
Aliments (hors fruits et légumes)	-0,13
Biens durables (hors automobiles)	-0,12
Électricité	-0,06
Biens semi-durables	-0,06
Services liés au logement (hors intérêts sur prêts hypothécaires)	-0,04
Services non liés au logement (hors transport interurbain et aliments achetés au restaurant)	-0,04
Biens non durables (hors alimentation, énergie et produits du tabac)	-0,03
Variation d'IPCX	-1,0 ^b

a. L'effet des modifications des impôts indirects est exclu de chaque composante.
b. Les apports des différentes composantes sont le fruit d'approximations. Leur somme ne correspond pas à la variation totale d'IPCX en raison de l'arrondissement des données, et de la nature des approximations effectuées.

L'inflation mesurée par
l'indice de référence
s'est établie à 1,4 % en
moyenne en février et
en mars...

Après s'être située tout juste au-dessus de 2 % en moyenne entre septembre 2006 et août 2007, l'inflation mesurée par l'indice de référence a baissé pour s'établir à 1,4 % en moyenne en février et en mars 2008⁶ (Note technique 2). Une bonne part de cette diminution semble tenir à l'intensification des pressions concurrentielles découlant de la hausse du dollar canadien jusqu'à la quasi-parité avec le dollar américain, qui a entraîné une correction à la baisse des prix de certains biens, notamment des automobiles. De plus, le taux de variation des prix des aliments compris dans l'indice de référence a sensiblement fléchi, à cause de facteurs comme le renforcement de la concurrence dans le secteur de l'alimentation au détail. Parallèlement, le taux d'accroissement sur douze mois des prix des services inclus dans l'indice de référence est demeuré très élevé, grâce à la vigueur soutenue de la demande intérieure (Graphique 7).



6. L'indice de référence (IPCX) exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

Après avoir passé en revue les indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité de production, le Conseil de direction est d'avis que, dans l'ensemble, l'économie tournait à un niveau tout juste supérieur à son plein potentiel au premier trimestre de 2008, et l'on s'attend à ce qu'elle affiche une offre légèrement excédentaire au deuxième trimestre.

L'inflation et la cible de 2 %

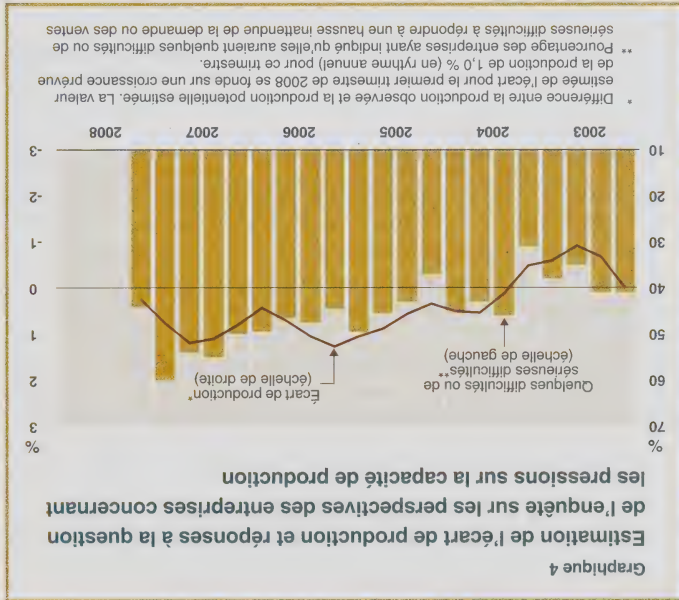
Les inquiétudes liées à la hausse de l'inflation mondiale sont devenues plus manifestes ces derniers mois, en raison de l'effet du renchérissement des produits de base, en particulier des aliments et de l'énergie, combiné aux pressions accrues qui s'exercent sur l'appareil de production de plusieurs pays et font suite à une période de forte croissance à l'échelle internationale. Au Canada, ces pressions ont été neutralisées dans une large mesure par des ajustements du niveau des prix associés à la valeur élevée du dollar canadien.

L'inflation mesurée par l'IPC global s'est chiffrée en moyenne à 1,8 % au premier trimestre de 2008, contre 2,4 % au dernier trimestre de 2007 (Graphique 6). Abstraction faite de l'effet des modifications des impôts indirects, le taux d'accroissement de l'IPC global au premier trimestre, à 2,4 %, est resté inchangé par rapport au trimestre précédent⁵.



5. On estime que la réduction de 1 point de pourcentage de la TPS et les faibles hausses des impôts indirects sur les produits du tabac ont eu pour effet combiné de réduire le taux d'augmentation de l'IPC global de 0,5 % au premier trimestre de 2008.

remunération horaire établie selon les comptes de la productivité et le pourcentage des entreprises ayant signalé des pénuries de main-d'œuvre lors de l'enquête de la Banque menée ce printemps indiquent un certain relâchement des tensions sur le marché du travail.



Selon la mesure économétrique de la capacité de production dont se sert habituellement la Banque, le rythme d'expansion de la production potentielle s'est établi en moyenne à 2,6 % en 2007, ce qui correspond en gros aux estimations passées. La vive croissance tendancielle de l'offre de main-d'œuvre, qui se chiffre à 1,7 % environ, a compensé les effets de la faiblesse de l'accroissement tendanciel de la productivité, dont on estime qu'il a contribué pour un peu moins de 1,0 % à la progression de la production potentielle.

Les pressions sur la capacité de l'économie

Les pressions exercées sur la capacité de production se sont atténuées depuis le troisième trimestre de 2007. D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus ce printemps, la proportion des firmes ayant signalé qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande a beaucoup reculé comparativement aux sommets atteints récemment, pour redescendre au niveau moyen observé depuis les débuts de l'enquête (Graphique 4). En outre, selon l'écart de production dérivé de la mesure usuelle de la Banque, l'économie tournait à une cadence dépassant d'environ 0,4 % sa capacité au premier trimestre de 2008, en baisse par rapport au niveau d'un peu plus de 1 % enregistré au troisième trimestre de l'année dernière⁴. Le taux d'utilisation des capacités publié par Statistique Canada donne à penser que les pressions sur l'appareil de production dans le secteur des produits non agricoles étaient bien inférieures à la moyenne au quatrième trimestre de 2007.

Le ralentissement de l'économie canadienne ne transparaît pas encore dans la plupart des indicateurs du marché du travail et de variation sur douze mois du salaire horaire moyen des employés permanents tiré des données de l'Enquête sur la population active que publie Statistique Canada (considéré comme un indicateur fiable de la variation sous-jacente des salaires) s'est nettement accru après la mi-2007 (Graphique 5). En revanche, les données sur la

... quoique le ralentissement économique ne transparaît pas encore dans la plupart des indicateurs du marché du travail et de l'évolution des salaires.

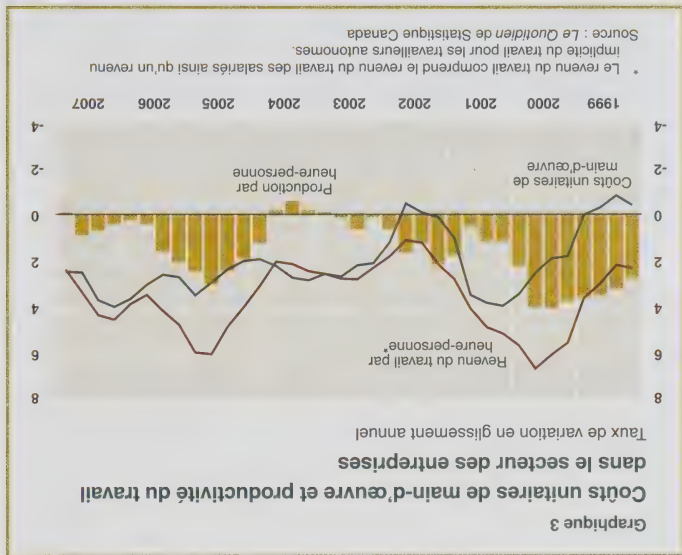
Les pressions exercées sur la capacité de production se sont atténuées depuis le troisième trimestre de 2007...

On estime que l'expansion de la production potentielle s'est située en moyenne à 2,6 % en 2007.

4. Le niveau de la demande excédentaire au premier trimestre de 2008, estimé à l'aide de la mesure usuelle de la Banque, est supérieur d'à peu près 0,3 point de pourcentage à celui prévu dans la *Mise à jour* de janvier. Cette augmentation tient principalement à une légère réduction du niveau estimé de la capacité de production.

L'offre au Canada

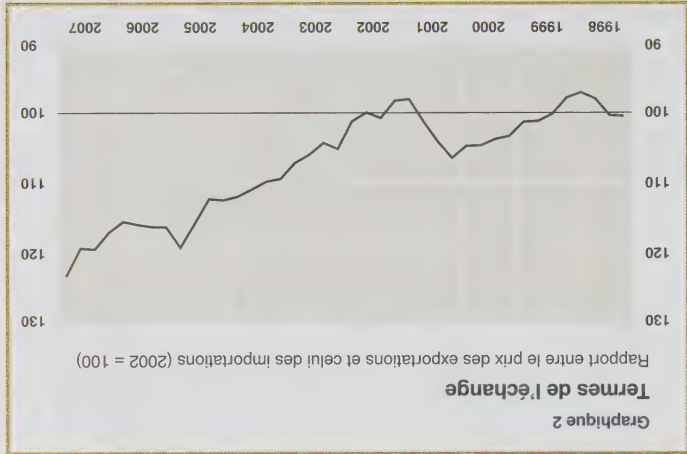
La productivité du travail dans le secteur des entreprises a reculé de 0,1 %, en glissement annuel, au quatrième trimestre de 2007 (Graphique 3). Malgré le ralentissement de l'expansion du PIB réel au quatrième trimestre, le nombre total d'heures travaillées a augmenté à un rythme exceptionnellement rapide. Cette évolution paradoxale pourrait s'expliquer par des facteurs tels que les coûts d'ajustement élevés associés à la réduction du niveau de l'emploi dans le secteur manufacturier ainsi que l'accroissement de la demande préventive de main-d'œuvre dans les secteurs aux prises avec des pénuries de travailleurs. L'incidence de l'utilisation intensive du travail sur la progression de la productivité globale a encore été amplifiée par un déplacement de la répartition du nombre total d'heures travaillées vers les industries à faible productivité³.



3. Les déplacements intersectoriels de la répartition du nombre total d'heures travaillées ont en général un effet limité sur la croissance de la productivité globale, contrairement aux déplacements intrasectoriels. La tendance s'est toutefois inversée au quatrième trimestre de 2007, par suite d'une réduction appréciable du nombre d'heures travaillées dans les secteurs de la fabrication, de l'extraction minière (y compris pétrolière et gazière) et du transport, ainsi que de la hausse concomitante de la construction, du commerce de détail et des services professionnels, auxquels est associée une productivité beaucoup moins élevée.

Les exportations nettes ont fortement bridé la croissance au second semestre de 2007. L'appréciation passée du dollar canadien se sont traduits par une réduction du volume des exportations canadiennes, en particulier au titre des machines et du matériel ainsi que des biens de consommation. Parallèlement, les importations se sont considérablement accrues, à la faveur de la robuste progression de la demande intérieure et de la hausse antérieure du dollar.

La demande intérieure finale a connu un essor encore plus vif au second semestre de 2007 qu'au premier. La demande intérieure a été soutenue par l'amélioration persistante des termes de l'échange (Graphique 2), laquelle a entraîné une augmentation des revenus réels de près de 5 % — ce qui est supérieur à la moyenne — entre le quatrième trimestre de 2006 et celui de 2007². L'expansion continue de l'avoir net des ménages (qui a été stimulée par le renchérissement des maisons) a contribué à une hausse substantielle des emprunts et des dépenses des ménages. Les dépenses des entreprises en machines et matériel se sont aussi nettement accélérées, grâce au maintien d'une forte rentabilité, à des bilans sains et à la réduction considérable des prix des machines et du matériel importés. Le resserrement des conditions du crédit au Canada lié à l'évolution des marchés financiers mondiaux depuis août dernier ne semble pas avoir eu d'effet appréciable sur les dépenses des ménages ou les investissements des entreprises au second semestre de 2007.



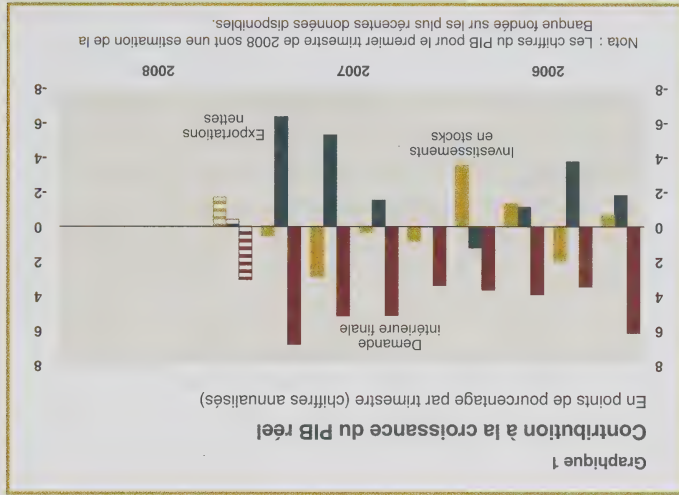
2. La croissance des revenus réels se définit comme la différence entre la hausse du PIB nominal en glissement annuel et celle du dégonflateur de la demande intérieure finale.

Les cours du pétrole brut et du gaz naturel se sont également inscrits en hausse.

Les cours de l'énergie ont poursuivi leur ascension en 2008. Le prix du baril de pétrole brut léger (West Texas Intermediate), qui avoisinait les 90 dollars E.-U. au moment de la publication de la *Mise à jour* de janvier, a grimpé pour atteindre en moyenne 112 dollars E.-U. durant la période de dix jours terminée le 18 avril 2008, sous l'effet du dynamisme soutenu de la demande mondiale et d'un certain fléchissement de l'offre en provenance des pays hors OPEP. Le renchérissement du gaz naturel s'explique notamment par le raffermissement de la demande dû à l'hiver très rigoureux qu'a connu l'Amérique du Nord.

La demande au Canada

Après avoir connu une forte expansion au cours des trois premiers trimestres de 2007, la croissance de l'économie canadienne a nettement ralenti au trimestre suivant. L'effet modérateur exercé par les exportations nettes s'est intensifié durant l'année, et a largement neutralisé la vigueur soutenue de la demande intérieure finale (Graphique 1). Le PIB réel a progressé de 0,8 % au quatrième trimestre, soit un rythme inférieur au niveau de 1,5 % projeté dans la *Mise à jour* de janvier¹. Les données disponibles pour le premier trimestre de 2008 portent à croire que le taux de croissance du PIB réel s'est situé autour de 1,0 %, les réductions des investissements en stocks et des exportations nettes annulant la majeure partie de l'expansion de la demande intérieure.



1. La croissance du PIB durant les trois premiers trimestres de l'année dernière a toutefois été révisée légèrement à la hausse, de sorte que le niveau du PIB réel au quatrième trimestre était à peu près le même que prévu.

Note technique 1

L'évolution actuelle des prix des produits de base

Les prix des produits de base ont continué à se raffermir en 2008 malgré le ralentissement manifeste de la croissance dans les grandes économies industrielles. Les cours en dollars B.-U.

de nombreuses matières premières ont atteint de nouveaux sommets en termes nominaux.

Un des facteurs clés ayant poussé à la hausse les prix des produits de base au cours des dernières années a été la vigueur de la demande des économies de marché émergentes. Les recherches effectuées à la Banque donnent à penser que les variations enregistrées par les prix réels du pétrole et des métaux communs depuis les années 1990 sont de plus en plus influen-

cées par l'activité industrielle dans les économies émergentes d'Asie¹. La demande de produits de base dans cette région du monde a monté en flèche, en raison notamment des investissements supplémentaires en infrastructure engagés en vue de satisfaire aux besoins d'une population urbaine en forte expansion. L'élevation du revenu dans les villes a aussi stimulé la demande de denrées, surtout celle de céréales et de produits laitiers. En outre, l'intégration accrue des processus de production sur le plan régional a entraîné la délocalisation d'une part importante de l'activité manufacturière vers les économies émergentes d'Asie, où la consommation d'énergie par unité produite est plus grande que dans les pays développés.

Du côté de l'offre, différents facteurs ont également concouru à la poussée des prix des produits de base, comme la pénurie mondiale de main-d'œuvre qualifiée et d'équipements ainsi que les grèves répétées qui ont fait augmenter les coûts de production et limité l'ajustement de l'offre. Dans le cas des aliments, les rigidités de l'offre découlent en partie de politiques de restriction des échanges extérieurs (telles que l'imposition d'embargos et de taxes) et de la reconversion de terres cultivables pour répondre à la hausse de la demande d'éthanol et d'autres biocarburants. Les sécheresses des derniers mois ont réduit les récoltes et alimenté la

flambée des cours du blé, alors que les graves intempéries en Chine ont rendu difficile l'approvisionnement du pays en charbon.

La dépréciation du billet vert en moyenne pondérée par les échanges extérieurs a aussi fait monter les prix en dollars B.-U. des produits de base. La demande pour les actifs liés à ces produits de la part tant des investisseurs institutionnels (p. ex., les caisses de retraite) que des spéculateurs (p. ex., les fonds directionnels) a pu amplifier l'essor récent des cours des matières



1. Voir C. Cheung et S. Morin (2007), *The Impact of Emerging Asia on Commodity Prices*, document de travail n° 2007-55, Banque du Canada.

2. LES FACTEURS RÉCENTS QUI INFLUENT SUR L'INFLATION AU CANADA

La conjoncture internationale

Après plusieurs années de forte croissance, l'économie mondiale a vu son rythme d'expansion ralentir au quatrième trimestre de 2007 et au premier trimestre de 2008, notamment dans les pays industrialisés. Cette décélération s'explique par la baisse de régime aux États-Unis et les bouleversements sur les marchés financiers internationaux associés aux problèmes touchant le marché américain des prêts hypothécaires à risque.

Les données disponibles tendent à indiquer que la croissance de l'économie américaine a stagné au premier trimestre de 2008. Le recul généralisé des prix des maisons et des investissements dans le secteur résidentiel, conjugué au resserrement des conditions du crédit et à l'effritement de la confiance des consommateurs face aux prix élevés de l'essence et à la détérioration du marché du travail, a contribué au tassement notable des dépenses de consommation. Bien que ce tassement ait été compensé en partie par la vive progression des exportations nettes, les investissements des entreprises ont pâti de l'accès limité au crédit et du repli de la demande de biens de consommation.

L'expansion économique marque le pas en Europe et au Japon, où les exportations se ressentent de l'essoufflement de la croissance américaine et des effets de l'appréciation prononcée de l'euro et du yen. En Europe, les conditions du crédit ont continué de se durcir, freinant les dépenses des ménages et des entreprises.

Dans les économies nouvellement industrialisées et à marché émergent, en particulier la Chine, l'expansion du PIB a dépassé les prévisions au cours des derniers trimestres. Ces pays ont été touchés dans une moindre mesure par la récente turbulence financière, et leur demande intérieure croissante a jusqu'ici largement contrebalancé l'effet du fléchissement des exportations vers les États-Unis et l'Europe.

Les matières premières ont renchéri depuis la parution de la *Mise à jour* de janvier, grâce surtout à la vigueur soutenue de la demande des économies émergentes et aux contraintes d'offre (Note technique 1). Les cours déjà élevés des produits de base non énergétiques ont encore gagné du terrain, ceux des céréales et des oléagineux enregistrant des gains importants en raison de l'essor de la demande alimentaire dans les économies émergentes, de la hausse des prix des métaux tient en partie à des perturbations temporaires de l'approvisionnement en Chine et en Afrique du Sud.

Le rythme d'expansion de l'économie mondiale s'est ralenti au quatrième trimestre de 2007 et au premier trimestre de 2008.

Les données disponibles donnent à penser que l'économie américaine a stagné au premier trimestre de 2008.

Les prix des produits de base non énergétiques ont augmenté depuis la parution de la dernière Mise à jour.

devrait maintenir une pression à la baisse sur l'inflation jusqu'à la fin de 2009. On s'attend à ce que le taux d'accroissement de l'IPC global comme celui de l'indice de référence monte à 2 % en 2010, par suite du rétablissement de l'équilibre dans l'économie.

Les risques planant sur la projection pour les économies américaine et mondiale, ainsi que pour l'inflation au Canada, semblent équilibrés. Toutefois, un certain nombre de risques, tant à la hausse qu'à la baisse, entachent la nouvelle projection de la Banque concernant l'inflation au Canada.

Du côté des risques à la hausse, il y a la possibilité qu'une demande intérieure plus vigoureuse que prévu, peut-être due à un renchérissement des matières premières, exerce des pressions sur l'inflation au Canada, surtout si le taux d'accroissement de la production potentielle s'avère inférieur aux hypothèses. De plus, les tensions inflationnistes à l'échelle mondiale pourraient se propager au Canada par le biais d'une hausse du coût des importations.

Pour ce qui est des risques à la baisse, la croissance anémique prévue aux États-Unis et dans les autres pays industrialisés pourrait entraîner un repli plus important des cours des produits de base. Il existe aussi des risques découlant de la manière dont se dérouleront les difficultés éprouvées par les marchés financiers ainsi que des conséquences de ces dernières sur le coût et la disponibilité du crédit. Enfin, il se peut que l'appréciation passée du dollar canadien exerce une pression à la baisse plus forte qu'escompté sur le prix des biens compris dans l'indice de référence.

Dans ce contexte, la Banque du Canada a décidé d'abaisser le taux cible du financement à un jour de 50 points de base le 4 mars et à nouveau le 22 avril, pour le ramener à 3 %. À la lumière des nouvelles perspectives, la Banque estime qu'il faudra probablement encore augmenter le degré de détente monétaire afin d'atteindre la cible d'inflation à moyen terme. Étant donné que le taux cible du financement à un jour a été abaissé de 150 points de base au total depuis décembre, le moment où toute nouvelle détente monétaire sera opérée dépendra de l'évolution de l'économie mondiale et de la demande intérieure ainsi que de son incidence sur l'inflation au Canada.

marchés de capitaux plus difficile et plus coûteux pour les entreprises et les banques canadiennes. On prévoit que la hausse des écarts de taux relatifs au financement des banques continuera d'être répercutée sur les entreprises et les ménages, entraînant ainsi, jusqu'à la fin de 2008, un resserrement des conditions de crédit, qui commencera à se dissiper en 2009. Ces conditions devraient revenir à des niveaux plus normaux en 2010. Grâce à la capitalisation relativement forte des institutions financières canadiennes, l'offre de crédit devrait demeurer plus robuste au Canada que sur les autres principaux marchés. Troisièrement, la confiance des entreprises et des consommateurs au pays devrait reculer quelque peu.

On pourrait s'attendre à ce que le tassement de la demande intérieure aux États-Unis exerce une pression à la baisse sur les prix de nombreux produits de base. Toutefois, cet effet sera probablement compensé en partie par la conjonction de deux facteurs : la persistance de la vigueur de la demande de matières premières au sein des économies émergentes et le resserrement de l'offre sur de nombreux marchés des produits de base. Il se peut aussi que les investisseurs financiers accentuent à la marge l'élan des prix de ces produits. Dans l'ensemble, on prévoit une baisse des cours des produits de base non énergétiques pendant la période de projection, par rapport aux niveaux très élevés auxquels ils s'établissent actuellement.

La fermeté des cours des matières premières, la vigueur de l'emploi et l'incidence de l'assouplissement cumulé de la politique monétaire continueront d'alimenter la demande intérieure du Canada, qui devrait constituer le principal moteur de la croissance économique durant la période de projection.

D'une manière générale, on s'attend à ce que l'économie canadienne affiche une offre excédentaire au deuxième trimestre de cette année et que les capacités inutilisées continuent d'augmenter jusqu'aux premiers mois de 2009. Un retour à des taux de croissance supérieurs à celui de la production potentielle — favorisé par le raffermissement graduel de l'économie américaine —, l'assouplissement de la politique monétaire et le rétablissement de conditions du crédit plus normales permettront de restaurer l'équilibre au sein de l'économie vers le milieu de 2010. Selon le scénario de référence de la Banque, le taux de croissance annualisé du PIB réel atteindra en moyenne 1,4 % en 2008, 2,4 % en 2009 et 3,3 % en 2010.

Les récents ajustements du niveau des prix des véhicules automobiles et l'effet des modifications passées des impôts indirects contribueront à maintenir l'inflation mesurée en dessous de la cible tout au long de 2008. L'apparition d'une offre excédentaire

1. VUE D'ENSEMBLE

Le rythme d'expansion de l'économie mondiale a commencé à déceler au quatrième trimestre de 2007 et au premier trimestre de 2008, sous l'effet de la baisse de régime aux États-Unis et des bouleversements persistants sur les marchés financiers internationaux.

La croissance de l'économie canadienne a aussi marqué le pas. La vigueur de la demande intérieure a été largement contrebalancée par le recul considérable des exportations nettes. L'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence avoisinait 1,5 % à la fin du premier trimestre, mais la Banque estime que l'inflation tendra à se situer aux alentours de 2 %, ce qui cadre avec l'opinion selon laquelle l'économie tournerait tout juste au-dessus de son plein potentiel. La Banque prévoit un ralentissement économique plus marqué et plus prolongé aux États-Unis que ce qui était avancé dans la *Mise à jour de janvier du Rapport sur la politique monétaire*. Cette projection tient compte de l'incidence accrue, sur les dépenses de consommation, de la contraction de l'activité sur le marché du logement et du durcissement beaucoup plus prononcé des conditions du crédit dans ce pays. Une correction du marché du logement de l'ampleur de celle qui est observée actuellement aux États-Unis donnerait normalement un sérieux coup de frein à la croissance du PIB, mais plusieurs facteurs font ici un certain contre-poids. Premièrement, le programme de relance budgétaire voté récemment stimulerait l'économie américaine aux troisième et quatrième trimestres. Deuxièmement, la dépréciation du billet vert contribuerait à aiguillonner les exportations. Troisièmement, l'assouplissement appréciable de la politique monétaire dans ce pays devrait continuer à dynamiser la croissance du PIB en 2009 et au-delà, surtout à mesure que les turbulences se résorberont sur les marchés financiers.

La détérioration de la conjoncture économique et financière aux États-Unis aura des retombées notables sur l'économie mondiale, particulièrement dans les pays industriels. Les économies émergentes devraient être moins touchées par la tourmente financière, et leur demande intérieure croissante devrait contribuer à neutraliser l'effet du fléchissement des exportations.

Cette évolution de l'économie mondiale aura des conséquences sur l'économie canadienne. Premièrement, les exportations devraient se replier cette année et brider considérablement l'expansion du PIB tout au long du premier semestre de 2008, avant de se redresser graduellement au second semestre et en 2009. Deuxièmement, les turbulences sur les marchés financiers mondiaux continueront de rendre l'accès au financement sur les

TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble	5
2. Les facteurs récents qui influent sur l'inflation au Canada	8
La conjoncture internationale	8
La demande au Canada	10
L'offre au Canada	12
Les pressions sur la capacité de l'économie	13
L'inflation et la cible de 2 %	15
3. L'évolution financière	20
Les conditions sur les marchés financiers	20
mondiaux	20
Les taux directeurs	21
Les conditions du crédit au Canada	22
Les taux de change	24
4. Les perspectives	25
La conjoncture internationale	25
La demande et l'offre globales au Canada	27
Les perspectives en matière d'inflation	32
Les risques pesant sur les perspectives	33
Notes techniques	
1. L'évolution actuelle des prix des produits de base	9
2. Inflation mesurée par l'indice de référence au Canada : interprétation de l'évolution récente	17
3. L'évolution récente des prix des maisons	31

En cette période de grande incertitude, il est plus important que jamais que la politique monétaire joue un rôle stabilisateur [...] en maintenant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. [...] L'évolution du secteur financier ne sera importante, dans l'optique de la conduite de la politique monétaire, que dans la mesure où elle sera susceptible d'influer sur celle de l'économie réelle, et, par conséquent, sur l'inflation.

Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada
13 mars 2008*

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Avril 2008 —

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de Mark Carney, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth et John Murray.*

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi, c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imposer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un *indice de référence* qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

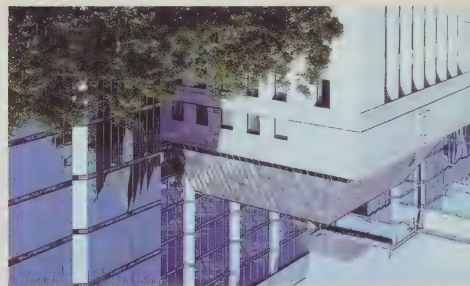
* Voir à ce sujet la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », le communiqué émis le 23 novembre 2006 et la note d'information publiée le même jour. Ces trois documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2008





BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Government
Publications

Monetary Policy Report Summary

April 2008

This is a summary of the Monetary Policy Report of the Governing Council of the Bank of Canada. The Report is based on information received up to the fixed announcement date on 22 April 2008.

Overview

Growth in the global economy began to slow in the fourth quarter of 2007 and the first quarter of 2008. This reflected the effects of the slowdown in the U.S. economy and ongoing dislocations in global financial markets.

Growth in the Canadian economy has also moderated. Strong domestic demand has been largely offset by sharply reduced net exports. Both total and core CPI inflation were running at about 1.5 per cent at the end of the first quarter, but the underlying trend of inflation is judged to be about 2 per cent, consistent with an economy that was operating just above its production capacity.

The Bank is projecting a deeper and more protracted slowdown for the U.S. economy than in the January *Monetary Policy Report Update*. This projection reflects a more pronounced impact on consumer spending from the contraction in the U.S. housing market and significantly tighter credit conditions. While a housing-market correction of the size now under way in the United States would typically produce a severe slowdown in GDP growth, several factors are providing some offset. First, the recently legislated fiscal-stimulus package will support the U.S. economy in the third and fourth quarters. Second, the

depreciation of the U.S. dollar will help spur exports. Third, substantial easing in U.S. monetary policy should continue to boost GDP growth in 2009 and beyond, particularly as financial market dislocations are worked out.

Highlights

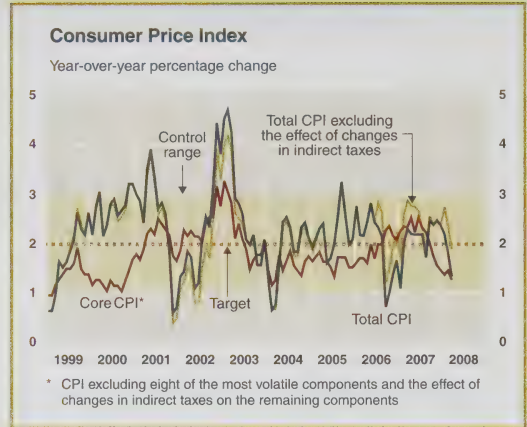
- The U.S. economic slowdown is deeper and more protracted than previously anticipated.
- Slowing global economic growth and ongoing financial market turbulence will have direct consequences for the Canadian economy.
- Canadian GDP is projected to grow by 1.4 per cent in 2008, 2.4 per cent in 2009, and 3.3 per cent in 2010.
- Both core and total CPI inflation are projected to be slightly below 2 per cent in 2009 and to return to 2 per cent in 2010.
- The risks around the Bank's base-case projection for inflation appear balanced.
- Some further monetary stimulus will likely be required to achieve the inflation target.

The deterioration in economic and financial conditions in the United States will have significant spillover effects globally, particularly in the industrial economies. Emerging-market economies should be less affected by the financial turbulence, and their growing domestic demand should help to offset the effect of weaker exports.

These global developments will have consequences for the Canadian economy. First, exports are projected to decline this year, exerting a significant drag on GDP growth through the first half, before picking up gradually in the second half of 2008 and in 2009. Second, turbulence in global financial markets will continue to make financing in capital markets more costly and difficult for Canadian businesses and banks. The increased bank funding spreads are expected to be further passed on to businesses and households, creating tighter credit conditions through the rest of 2008 that then begin to dissipate in 2009. Credit conditions are assumed to return to more normal levels in 2010. The relatively strong capitalization of Canadian financial institutions should mean that credit availability will remain more robust in Canada than in other major markets. Third, business and consumer sentiment in Canada is expected to soften somewhat.

Slowing U.S. domestic demand would be expected to place downward pressure on the prices of many commodities. This effect will, however, likely be offset to some extent by the combination of continued strong demand from commodity-intensive emerging-market economies and tight supply conditions in many commodity markets. Financial investors may also reinforce momentum in commodity prices at the margin. On balance, the prices of non-energy commodities are expected to ease over the projection period from their current very high levels.

Firm commodity prices, high employment levels, and the effect of cumulative



easing in monetary policy will continue to support Canada's domestic demand, which is expected to be the key source of economic growth over the projection period.

Overall, the Canadian economy is projected to move into excess supply in the second quarter of this year, and spare capacity will continue to increase through early 2009. A return to growth rates above that of potential output, supported by a gradual strengthening in the U.S. economy, accommodative monetary policy, and a return to more normal credit conditions bring the economy back into balance around mid-2010. In the Bank's base-case projection, average annual real GDP growth is projected to be 1.4 per cent in 2008, 2.4 per cent in 2009, and 3.3 per cent in 2010.

The recent price-level adjustments for automobiles and the effect of past changes in indirect taxes will keep measured inflation below target through 2008. The emergence of excess supply in the economy should keep downward pressure on inflation through 2009. Both core and total inflation are projected to move up to 2 per cent in 2010, as the economy moves back into balance.

The risks around the projection for the U.S. and global economies, as well as for inflation in Canada, appear to be balanced. Still, there are a number of upside and downside risks around the Bank's new base-case projection for inflation in Canada.

On the upside, stronger domestic demand than incorporated in the base-case projection, possibly due to higher commodity prices, could lead to higher inflation in Canada, especially if the growth in potential output is lower than assumed. As well, global inflationary pressures could spill over to Canada through higher import costs.

On the downside, the projected weakness in the United States and other industrialized economies could put greater downward pressure on commodity prices. There are risks from the evolution of financial market dislocations and their effect on the cost and availability of credit. There could also be greater direct downward pressure on the prices of core goods related to the past appreciation of the Canadian dollar.

Against this backdrop, the Bank of Canada lowered its target for the overnight rate by 50 basis points on both 4 March and 22 April, bringing it to 3 per cent. In line with the new outlook, some further monetary stimulus will likely be required to achieve the inflation target over the medium term. Given the cumulative reduction of 150 basis points in the target for the overnight rate since December, the timing of any further monetary stimulus will depend on the evolution of the global economy and domestic demand, and their impact on inflation in Canada.

Recent Developments

Economic growth in Canada slowed in the fourth quarter of 2007 as the drag exerted by net exports intensified. Real GDP grew at an annual rate of 0.8 per cent in the

fourth quarter, below the 1.5 per cent projected in the January *Update*. Both the slowdown in the U.S. economy and the past appreciation of the Canadian dollar led to a reduction in export volumes. At the same time, imports grew strongly, in response to robust domestic demand and the past appreciation of the currency. Available data suggest that GDP growth will be about 1 per cent in the first quarter of 2008, with reductions in inventory investment and net exports offsetting most of the growth in domestic demand.

While some labour market and wage indicators point to pressures on production capacity, other indicators suggest that capacity pressures have eased since the third quarter of 2007, including the Bank's conventional measure of the output gap and responses to the Bank's spring *Business Outlook Survey*. Overall, the Governing Council judges that the economy was operating just above its production capacity in the first quarter of 2008 and will move into excess supply in the second quarter.

Inflation pressures seen elsewhere in the world have been less evident in Canada. Total consumer price inflation, on a year-over-year basis, averaged 1.8 per cent in the first quarter of 2008, down from 2.4 per cent in the fourth quarter of 2007. However, this decrease was mainly due to the reduction in the Goods and Services Tax that took place in January. Owing to competitive pressures on automobile prices associated with the rise of the Canadian dollar to near parity with the U.S. currency, the core rate of inflation has moved down to average 1.4 per cent in the first quarter. In contrast, the pace of increase in the prices of some core services has remained high, given ongoing strength in domestic demand. The underlying trend of inflation is judged to be about 2 per cent.

Prospects for Growth and Inflation

Global economic growth is projected to slow considerably to 3.7 per cent in 2008 and 3.5 per cent in 2009, before moving back close to the growth rate of potential output in 2010. This largely reflects a weaker outlook for growth in the U.S. economy owing to the impact of the pronounced slowdown in housing and the increased spreads and decreased availability of credit. Several factors, however, should work to stimulate demand in the United States, including the considerable easing in monetary policy and the cumulative effect of the depreciation in the real effective U.S. exchange rate. Real GDP growth in the United States is projected to be 1.0 per cent on an average annual basis in 2008, rising gradually to 1.7 per cent in 2009, and 3.4 per cent in 2010.

Growth in China and the newly industrialized Asian economies should remain strong, but will likely moderate over the projection horizon.

The prices of non-energy commodities are expected to ease by about 15 per cent by the end of 2010, owing to the combination of new supplies and slowing global demand. Energy commodity prices are assumed to decline by about 10 per cent over the projection period, consistent with prices in futures markets.

The weaker outlook for the U.S. economy and the further tightening in global credit conditions seen since the *Update* have direct consequences for the Canadian economy. The outlook for Canadian exports has been revised down, particularly for 2008, and the tightening in domestic credit conditions is expected to moderate growth in domestic demand through the end of next year. Nonetheless, domestic demand is still projected to be the main source of economic growth. In particular, consumer spending is

Summary of the Base-Case Projection*

	2007	2008				2009		2010
	Q4	Q1	Q2	H2	H1	H2		
Real GDP (quarterly growth or average quarterly growth at annual rates)**	0.8 (1.5)	1.0 (0.6)	0.3 (2.0)	1.8 (2.3)	2.7 (3.1)	3.3 (3.2)		3.4
Real GDP (year-over-year percentage change)	2.9 (2.9)	2.1 (2.2)	1.3 (1.7)	1.1 (1.7)	1.9 (2.5)	2.8 (3.1)		3.3
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.6 (1.6)	1.4 (1.4)	1.3 (1.3)	1.5 (1.6)	1.7 (1.9)	1.8 (2.0)		2.0
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.4 (2.4)	1.8 (1.7)	1.7 (1.4)	1.9 (1.5)	1.8 (1.9)	1.8 (2.0)		2.0
WTI *** (level)	91 (91)	98 (93)	111 (92)	109 (90)	106 (89)	104 (87)		102

* Figures in parentheses are from the January *Monetary Policy Report Update*.

** For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.

*** Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the 10 days ending 18 April 2008.

expected to remain strong, supported by continued growth in incomes and household net worth, together with the reduction in policy interest rates. Growth in business investment is expected to ease somewhat over the projection horizon, reflecting the more subdued outlook for the U.S. and global economies.

Real quarterly GDP growth averages about 1/2 per cent at annual rates in the first half of this year, moving up to 1.8 per cent in the second half, 3 per cent in 2009, and 3.4 per cent in 2010. The economy moves into excess supply in the second quarter of 2008, and spare capacity continues to increase

through early 2009. The economy returns to balance around mid-2010.

The core rate of inflation is projected to remain at about 1.3 per cent through the third quarter of 2008, with recent price-level adjustments for automobiles and the emergence of excess supply in the economy keeping downward pressure on inflation. As the economy returns to full capacity, core inflation is projected to rise to 2 per cent in 2010.

Total CPI inflation will continue to be affected by the evolution of energy prices, which have risen substantially since the *Update*, and the one-time effect of the latest reduction in the GST. Total inflation is projected to stay just below the 2 per cent target for most of the projection period and to return to 2 per cent in 2010.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: 613 782-8248; toll free in North America: 1 877 782-8248;
email: publications@bankofcanada.ca; or visit our website: www.bankofcanada.ca

Bank of Canada Regional Offices

Atlantic Provinces

1583 Hollis Street, 5th Floor,
Halifax, Nova Scotia B3J 1V4
David Amirault, *Senior Regional
Representative (Economics)*
Monique LeBlanc, *Senior Regional
Representative (Currency)*

Quebec

1501 McGill College Avenue,
Suite 2030
Montréal, Quebec H3A 3M8
Thérèse Lafèche, *Senior Regional
Representative (Economics)*
Phuong Anh Ho Huu, *Senior Regional
Representative (Currency)*

Ontario

150 King Street West, 20th Floor,
Suite 2000
Toronto, Ontario M5H 1J9
Hung-Hay Lau, *Senior Regional
Representative (Economics)*
Manuel Parreira, *Senior Regional
Representative (Currency)*

Prairie Provinces, Nunavut, and Northwest Territories

404 – 6th Avenue SW, Suite 200
Calgary, Alberta T2P 0R9
Mark Illing, *Senior Regional Representative
(Economics)*
Ted Mieszkalski, *Senior Regional
Representative (Currency)*

British Columbia and Yukon

200 Granville Street, Suite 2710
Vancouver, British Columbia V6C 1S4
Farid Novin, *Senior Regional Representative
(Economics)*
Lori Rennison, *Senior Regional
Representative (Economics)*
Trevor Frers, *Senior Regional Representative
(Currency)*

New York Office

Canadian Consulate General
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020-1175
U.S.A.
Zahir Lalani, *Consul and Senior
Representative for the Bank
of Canada*

For Further Information about the Bank of Canada

Publications

Monetary Policy Report and Updates

A detailed summary of the Bank's policies and strategies, as well as a look at the current economic climate and its implications for inflation. Reports published in April and October; Updates published in January and July. Without charge.

Business Outlook Survey

Published quarterly. Without charge.

Financial System Review

Brings together the Bank's research, analyses, and judgments on various issues and developments concerning the financial system. Published semi-annually. Without charge.

Bank of Canada Review

A quarterly publication that contains economic commentary and feature articles. By subscription.

Bank of Canada Banking and Financial Statistics

A comprehensive package of Canadian data. Published monthly on the Bank's website.

Weekly Financial Statistics

A 20-page package of banking and money market statistics. Published weekly on the Bank's website.

For information about these and other publications, contact:

Publications Distribution
234 Wellington Street, Ottawa K1A 0G9
Telephone: 613 782-8248
Toll free in North America: 1 877 782-8248
Fax: 613 782-8874
Email: publications@bankofcanada.ca

Internet

<http://www.bankofcanada.ca>
Provides timely access to press releases, speeches by the Governor, most of our major publications, and current financial data.

Public Information

For general information on the role and functions of the Bank, contact our Public Information Office.

Telephone: 1 800 303-1282
Fax: 613 782-7713
Email: info@bankofcanada.ca

For information on unclaimed balances:

Telephone: 1 888 891-6398
Fax: 613 782-7802
Email: ucbalances@bankofcanada.ca

Bureaux régionaux de la Banque du Canada

Provinces de l'Atlantique	1583, rue Hollis, 5 ^e étage Halifax (Nouvelle-Becosse) B3J 1V4 David Amiraault, représentant principal (Analyse économique) Monique LeBlanc, représentante principale (Monnaie)
Québec	1501, avenue McGill College, bureau 2030 Montréal (Québec) H3A 3M8 Thérèse Lafèche, représentante principale (Analyse économique) Phuong Anh Ho Huu, représentante principale (Monnaie)
Provinces des Prairies, Nunavut	et Territoires du Nord-Ouest 404-6th Avenue SW, bureau 200 Calgary (Alberta) T2P 0R9 Mark Illing, représentant principal (Analyse économique) Ted Mieszkalski, représentant principal (Monnaie)
Ontario	150, rue King Ouest, 20 ^e étage, bureau 2000 Toronto (Ontario) M5H 1J9 Hung-Hay Lau, représentant principal (Analyse économique) Manuel Parreira, représentant principal (Monnaie)
Colombie-Britannique et Yukon	200, rue Granville, bureau 2710 Vancouver (Colombie-Britannique) V6C 1S4 Farid Novin, représentant principal (Analyse économique) Lori Rennison, représentante principale (Analyse économique) Trevor Evers, représentant principal (Monnaie)
Bureau de New York	Consulat général du Canada 1251 Avenue of the Americas New York, NY 10020-1175 États-Unis Zahir Lalani, consul et représentant principal de la Banque du Canada

Pour de plus amples renseignements sur la Banque du Canada

Publications

Rapport sur la politique monétaire et Mise à jour
Compte rendu détaillé de la politique et des stratégies de la Banque du Canada et analyse de la conjoncture économique et de son incidence sur l'inflation. Le *Rapport* paraît en avril et en octobre; la *Mise à jour*, en janvier et en juillet. Publications gratuites.

Enquête sur les perspectives des entreprises
Publication trimestrielle gratuite

Revue du système financier
Publication semestrielle qui rassemble les recherches, les analyses et les opinions de la Banque du Canada sur diverses questions concernant le système financier. Publication gratuite.

Revue de la Banque du Canada
Publication trimestrielle contenant des commentaires de nature économique et des articles de fond. Sur abonnement.

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada
Recueil complet de données financières se rapportant au Canada publié tous les mois dans le site Web de la Banque.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières
Recueil de 20 pages de statistiques sur les banques et le marché monétaire publié toutes les semaines dans le site Web de la Banque.

Information publique
Pour obtenir des renseignements d'ordre général sur le rôle et les fonctions de la Banque, communiquer avec le Service d'information publique :
Téléphone : 1 800 303-1282
Télécopieur : 613 782-7713
Adresse électronique : info@banqueducanada.ca

Pour se renseigner sur les soldes non réclamés :
Téléphone : 1 888 891-6398
Télécopieur : 613 782-7802
Adresse électronique : soldesnr@banqueducanada.ca

Résumé des projections selon le scénario de référence*

	2007	2008			2009	2010
	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.
PIB réel (taux de croissance trimestriels annualisés)**	(1,5)	(0,6)	(2,0)	(2,3)	(3,1)	(3,2)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,9	2,1	1,3	1,1	1,9	2,8
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	(1,6)	(1,4)	1,3	1,5	1,7	1,8
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,4	1,8	1,7	1,9	1,8	1,8
WTI*** (niveau)	91	98	111	109	106	104
	(91)	(93)	(92)	(90)	(89)	(87)

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la Mise à jour de janvier du Rapport sur la politique monétaire.

** Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.

*** Le baril se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de dix jours terminée le 18 avril 2008.

0,5 %, en taux annualisés, au premier semestre de l'année, grimpe à 1,8 % au second semestre, à 3 % en 2009, puis à 3,4 % en 2010. L'économie affiche une offre excédentaire au deuxième trimestre de 2008, et les capacités inutilisées continuent d'augmenter jusqu'aux premiers mois de 2009. L'équilibre se rétablit au sein de l'économie vers le milieu de 2010.

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence se maintiendra aux alentours de 1,3 % jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2008, les récents ajustements du niveau des prix des véhicules automobiles et l'apparition d'une offre excédentaire dans l'économie exerçant une pression à la baisse sur l'inflation. Avec le retour de l'économie à son plein potentiel, le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait remonter à 2 % en 2010.

L'inflation mesurée par l'IPC global continuera d'être influencée par l'évolution des prix de l'énergie, qui ont fortement grimpé depuis la parution de la *Mise à jour* de janvier, et par l'effet ponctuel de la dernière réduction de la TPS. Selon les prévisions, le taux d'accroissement de l'IPC global se maintiendra tout juste sous la cible de 2 % durant la majeure partie de la période de projection et remontera à ce niveau en 2010.

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada est publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du Rapport au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais en Amérique du Nord : 1 877 782-8248;

adresse électronique : publications@banqueducanada.ca; site Web : www.banqueducanada.ca

devraient toutefois contribuer à dynamiser la demande aux États-Unis, dont l'assouplissement appréciable de la politique monétaire et l'effet cumulatif de la dépréciation du taux de change effectif réel du dollar E.-U. On prévoit que le taux d'accroissement du PIB réel aux États-Unis sera de 1,0 % en 2008, qu'il montera progressivement à 1,7 % en 2009 puis à 3,4 % en 2010.

L'expansion devrait demeurer forte en Chine et dans les économies nouvellement industrialisées d'Asie, mais elle ralentira sans doute à l'horizon projeté.

Les prix des produits de base non énergétiques devraient diminuer de quelque 15 % d'ici la fin de 2010, sous l'effet conjugué de l'apparition de nouvelles sources d'approvisionnement et d'un essoufflement de la demande mondiale. On fait l'hypothèse que les cours des produits de base énergétiques reculeront d'environ 10 % pendant la période de projection, ce qui cadre avec les cours actuels des contrats à terme.

La détérioration des perspectives de l'économie américaine et la poursuite du durcissement des conditions du crédit à l'échelle mondiale qui ont été observées depuis la publication de la *Mise à jour* se répercutent directement sur l'économie canadienne. Les perspectives quant aux exportations canadiennes ont été révisées à la baisse, en particulier pour 2008, et le resserrement des conditions du crédit au pays devrait modérer le dynamisme de la demande intérieure jusqu'à la fin de l'an prochain. Néanmoins, on prévoit toujours que la demande intérieure sera le principal moteur de l'expansion économique. On s'attend notamment à ce que les dépenses de consommation demeurent vigoureuses, à la faveur de l'augmentation continue des revenus et de l'avoir net des ménages, conjuguée à la réduction des taux directeurs. La progression des investissements des entreprises devrait fléchir quelque peu durant la période de projection, à cause de l'assombrissement des perspectives des économies américaine et mondiale.

Le taux d'accroissement trimestriel du PIB réel s'établit en moyenne à environ

la capacité de production, d'autres indicateurs — dont l'écart de production dérivé de la mesure usuelle de la Banque et les résultats de l'enquête de cette dernière sur les perspectives des entreprises parus ce printemps — permettent de croire que ces pressions se sont atténuées depuis le troisième trimestre de 2007. Dans l'ensemble, le Conseil de direction est d'avis que l'économie tournerait tout juste au-dessus de son plein potentiel au premier trimestre de 2008 et qu'elle affichera une offre excédentaire au deuxième trimestre.

Les tensions inflationnistes observées ailleurs dans le monde ont été moins manifestes au Canada. L'inflation mesurée par l'IPC global s'est chiffrée en moyenne à 1,8 %, en glissement annuel, au premier trimestre de 2008, contre 2,4 % au quatrième trimestre de 2007. Toutefois, ce fléchissement s'expliquait surtout par la diminution de la taxe sur les produits et services, entrée en vigueur en janvier. Sous l'effet des pressions concurrentielles exercées sur les prix des véhicules automobiles découlant de la hausse du dollar canadien jusqu'à la quasi-parité avec le dollar américain, l'inflation mesurée par l'indice de référence a baissé pour s'établir à 1,4 % en moyenne au premier trimestre. Par contre, le rythme de progression des prix de certains services inclus dans l'indice de référence est demeuré élevé, grâce à la vigueur soutenue de la demande intérieure. La Banque estime que l'inflation tendancielle se situe aux alentours de 2 %.

Les perspectives en matière de croissance et d'inflation

Le rythme d'expansion de l'économie mondiale devrait décélérer considérablement pour se chiffrer à 3,7 % en 2008 et à 3,5 % en 2009, avant de revenir près de celui de la production potentielle en 2010. Cette évolution tient surtout à l'assombrissement des perspectives de croissance de l'économie américaine, attribuable à l'incidence du ralentissement prononcé du secteur du logement ainsi qu'à l'augmentation des écarts de taux et au resserrement de l'offre de crédit. Plusieurs facteurs

quences de ces dernières sur le coût et la disponibilité du crédit. Il se peut aussi que l'appréciation passée du dollar canadien exerce une pression à la baisse plus forte qu'escompté sur le prix des biens compris dans l'indice de référence.

Dans ce contexte, la Banque du Canada a décidé d'abaisser le taux cible du financement à un jour de 50 points de base le 4 mars et à nouveau le 22 avril, pour le ramener à 3 %. À la lumière des nouvelles perspectives, la Banque estime qu'il faudra probablement encore augmenter le degré de détente monétaire afin d'atteindre la cible d'inflation à moyen terme. Étant donné que le taux cible du financement à un jour a été abaissé de 150 points de base au total depuis décembre, le moment où toute nouvelle détente monétaire sera opérée dépendra de l'évolution de l'économie mondiale et de la demande intérieure ainsi que de son incidence sur l'inflation au Canada.

L'évolution récente

La croissance de l'économie canadienne a ralenti au quatrième trimestre de 2007, l'effet modérateur exercé par les exportations nettes s'étant intensifié. Au cours de cette période, le PIB réel a progressé à un taux annuelisé de 0,8 %, soit un rythme inférieur au niveau de 1,5 % projeté dans la *Mise à jour* de janvier. Tant la hausse de régime de l'économie américaine que l'appréciation passée du dollar canadien ont entraîné une diminution du volume des exportations. Parallèlement, les importations se sont considérablement accrues, à la faveur de la robuste expansion de la demande intérieure et de la hausse antérieure du dollar. Les données disponibles portent à croire que le taux d'augmentation du PIB avoisinera 1 % au premier trimestre de 2008, les réductions des investissements en stocks et des exportations nettes compensant la majeure partie de l'accroissement de la demande intérieure.

Bien que certains indicateurs du marché du travail et de l'évolution des salaires témoignent de la présence de pressions sur

de croissance supérieures à celui de la production potentielle — favorisé par le raffermissement graduel de l'économie américaine —, l'assouplissement de la politique monétaire et le rétablissement de conditions du crédit plus normales permettront de restaurer l'équilibre au sein de l'économie vers le milieu de 2010. Selon le scénario de référence de la Banque, le taux de croissance annuelisé du PIB réel atteindra en moyenne 1,4 % en 2008, 2,4 % en 2009 et 3,3 % en 2010.

Les récents ajustements du niveau des prix des véhicules automobiles et l'effet des modifications passées des impôts indirects contribueront à maintenir l'inflation mesurée en dessous de la cible tout au long de 2008. L'apparition d'une offre excédentaire sur l'inflation jusqu'à la fin de 2009. On s'attend à ce que le taux d'accroissement de l'IPC global comme celui de l'indice de référence monte à 2 % en 2010, par suite du rétablissement de l'équilibre dans l'économie.

Les risques planant sur la projection pour les économies américaine et mondiale, ainsi que pour l'inflation au Canada, semblent équilibrés. Toutefois, un certain nombre de risques, tant à la hausse qu'à la baisse, entachent la nouvelle projection de la Banque concernant l'inflation au Canada.

Du côté des risques à la hausse, il y a la possibilité qu'une demande intérieure plus vigoureuse que prévu, peut-être due à un renchérissement des matières premières, exerce des pressions sur l'inflation au Canada, surtout si le taux d'accroissement de la production potentielle s'avère inférieur aux hypothèses. De plus, les tensions inflationnistes à l'échelle mondiale pourraient se propager au Canada par le biais d'une hausse du coût des importations.

Pour ce qui est des risques à la baisse, la croissance anémique prévue aux États-Unis et dans les autres pays industrialisés pourrait entraîner un repli plus important des cours des produits de base. Il existe des risques découlant de la manière dont se dérouleront les difficultés éprouvées par les marchés financiers ainsi que des consé-



Rapport sur la politique monétaire

Sommaire

Avril 2008

Le présent document renferme une synthèse du Rapport sur la politique monétaire préparé par le Conseil de direction de la Banque du Canada. Il se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préalable du 22 avril 2008.

Vue d'ensemble

Le rythme d'expansion de l'économie mondiale a commencé à décélérer au quatrième trimestre de 2007 et au premier trimestre de 2008, sous l'effet de la baisse de régime aux États-Unis et des bouleversements persistants sur les marchés financiers internationaux.

La croissance de l'économie canadienne a aussi marqué le pas. La vigueur de la demande intérieure a été largement contrebalancée par le recul considérable des exportations nettes. L'inflation mesurée tant par l'IIPC global que par l'indice de référence avoisinait 1,5 % à la fin du premier trimestre, mais la Banque estime que l'inflation tendra à se situer aux alentours de 2 %, ce qui cadre avec l'opinion selon laquelle l'économie tournerait tout juste au-dessus de son plein potentiel.

La Banque prévoit un ralentissement économique plus marqué et plus prolongé aux États-Unis que ce qui était avancé dans la *Mise à jour de janvier du Rapport sur la politique monétaire*. Cette projection tient compte de l'incidence accrue, sur les dépenses de consommation, de la contraction de l'activité sur le marché du logement et du durcissement beaucoup plus prononcé des conditions du crédit dans ce pays. Une correction du marché du logement et de l'ampleur de celle qui est observée actuellement aux États-Unis donnerait normalement un sérieux coup de frein à la

Faits saillants

- La baisse de régime de l'économie américaine est plus marquée et plus prolongée qu'escampté.
- Le ralentissement du rythme d'expansion de l'économie mondiale et les turbulences persistantes sur les marchés financiers auront des conséquences directes sur l'économie canadienne.
- Le PIB canadien devrait progresser de 1,4 % en 2008, de 2,4 % en 2009 et de 3,3 % en 2010.
- L'inflation mesurée tant par l'IIPC global que par l'indice de référence devrait s'établir légèrement en dessous de 2 % en 2009 et revenir à ce niveau en 2010.
- Selon le scénario de référence de la Banque, les risques entourant la projection en matière d'inflation semblent équilibrés.
- Il faudra probablement encore augmenter le degré de détente monétaire afin d'atteindre la cible d'inflation.



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Gov't Publications

CA1
FN73
-M56

Monetary Policy Report

October 2008



CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target," Press Release (23 November 2006) and Background Information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— October 2008 —



*This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
Mark Carney, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth, and John Murray.*

The global economy is undergoing a difficult period . . . several articles of faith in the financial system have been shaken. . . . However, there is one constant on which Canadians can rely. The Bank of Canada will not deviate from its relentless focus on its monetary policy mandate to achieve low, stable and predictable inflation. . . . This remains the best contribution that monetary policy can make to sustained growth.

Mark Carney

*Governor, Bank of Canada
25 September 2008*

CONTENTS

1. Overview	5
2. Recent Developments Affecting Inflation in Canada	7
Global Developments	7
Canadian Demand	9
Canadian Supply	10
Estimated Pressures on Capacity	13
Inflation and the 2 Per Cent Target	15
3. Financial Developments	17
Global Financial Market Conditions	17
Recent Policy Initiatives	18
Canadian Credit Conditions	20
Exchange Rates	22
4. The Outlook	23
International Background	23
Aggregate Demand and Supply in Canada	26
The Projection for Inflation	30
Risks to the Projection	30
Technical Boxes	
1. Revised View of Trend Growth in Potential Output	11
2. The Canadian Housing Sector	28

1. OVERVIEW

Three major interrelated global developments are having a profound impact on the Canadian economy and making the outlook more uncertain than it was at the time of the July *Monetary Policy Report Update*. First and foremost, the intensification of the global financial crisis in recent weeks has been reflected in severe strains in global money and credit markets and sharp falls and extreme volatility in global equity markets. The associated need for the global banking sector to continue to reduce leverage will restrain growth for some time. Second, there is growing evidence that the global economy is heading into a mild recession, led by a U.S. economy that is already in recession and expected to pick up only modestly through 2009. Third, there have been sharp declines in the prices of many commodities since the July *Update*. These developments have reduced inflationary pressures globally.

In response to the global financial crisis, policy-makers in major economies have taken several extraordinary actions to provide liquidity to markets, recapitalize their banking sectors, and restore credit flows. In line with the G7 Plan of Action, these initiatives have reduced the risk of a significantly worse outcome for the global financial system, and Canada's economy and strong financial system will benefit directly. Nonetheless, the deleveraging of the global financial system will take some time to complete, and will involve a larger and more persistent tightening of credit conditions than was assumed in July.

Given these developments, the projection for the Canadian economy has been revised down considerably for 2008 and 2009. However, uncertainty around the Bank's base-case projection for growth and inflation in Canada is much greater than normal, given the unsettled conditions in global financial markets and the rapid deceleration of global growth. The weaker outlook for global demand will increase the drag on the Canadian economy coming from exports. Lower commodity prices will also dampen the outlook, working through a deterioration in Canada's terms of trade to moderate domestic demand growth. The marked tightening in Canadian credit conditions in recent weeks will restrain business and housing investment. As a result, economic activity in Canada is projected to remain sluggish through the first quarter of next year, then to pick up over the rest of 2009 and to accelerate to above-potential growth in 2010, supported by improving credit conditions, the lagged effects of monetary policy actions, and stronger global growth. The recent sizeable depreciation of the Canadian dollar will also provide an important offset to the effects of weaker global demand and lower commodity prices. Overall, the Bank

This report includes information received up to the fixed announcement date on 21 October 2008.

projects average annual growth in real GDP of 0.6 per cent in 2008 and 2009, rising to 3.4 per cent in 2010.

The growth of potential output has been slower than previously anticipated, owing to anemic productivity growth that has been only partially offset by a larger-than-expected increase in the supply of labour. The Bank has lowered its estimate for the growth of potential output to 2.3 per cent in 2008, and assumes a gradual rise to 2.5 per cent by 2010.

The Canadian economy is judged to have moved into slight excess supply in the third quarter of 2008. This excess supply is expected to build through to the end of 2009, and is not projected to be fully eliminated until the start of 2011. With growing slack in the economy, and a lower assumed path for commodity prices, inflation pressures in Canada are projected to ease significantly relative to the July *Update*. Core inflation is projected to remain below 2 per cent until the end of 2010. Assuming oil prices in a range of US\$81 to US\$88 per barrel, consistent with recent futures prices, total CPI inflation should peak in the third quarter of 2008, and is projected to fall below 1 per cent in mid-2009 before returning to the 2 per cent target by the end of 2010.

In light of diminished inflationary pressures, the Bank of Canada lowered its policy interest rate by 50 basis points on 8 October, acting in concert with other major central banks. This extraordinary action, together with a 25-basis-point reduction on 21 October, brings the cumulative reduction in the target for the overnight rate to 75 basis points since the Bank's last fixed announcement date. These actions provide timely and significant support to the Canadian economy. The cumulative reduction in the Bank's policy rate since the beginning of December 2007 is now 225 basis points. In line with the new outlook, some further monetary stimulus will likely be required to achieve the 2 per cent inflation target over the medium term.

The Bank judges that the risks are roughly balanced around its revised base-case projection for inflation in Canada—a base case that now incorporates the recent intensification of the global financial crisis, a mild global recession, and the measures that have been taken to resolve the crisis. The evolution of the financial crisis, its impact on the global economy, and the timing of the effect of the various extraordinary measures being taken to address it pose significant risks to the inflation projection on both the upside and the downside.

In October, the Bank lowered its policy rate by 75 basis points and said that, in line with the new outlook, some further monetary stimulus will likely be required to achieve the 2 per cent inflation target over the medium term.

2. RECENT DEVELOPMENTS AFFECTING INFLATION IN CANADA

Global Developments

The global economy is entering a mild recession. This is largely due to ongoing dislocations in global financial markets that resulted in tighter credit conditions and to the surge in world commodity prices in the first half of 2008. The slowdown originated in the United States, where problems in the U.S. subprime-mortgage market and falling house prices have spread more broadly to consumption and investment. Economic growth is currently decelerating in Europe and Japan and, to a lesser extent, in emerging-market economies, as the impact of tightening global credit conditions on economic activity and the associated negative feedback loop take hold. Until recently, inflation had been rising in many countries, particularly in emerging-market economies where food is a major component of the consumer basket. In view of the recent sharp decline in world prices for energy and food, global consumer inflation likely peaked during the third quarter.

Although U.S. economic growth in the second quarter of 2008 was stronger than anticipated owing to the earlier-than-expected impact of the U.S. government's fiscal-stimulus package, activity now appears to be slowing much faster than expected. The ongoing sharp correction in the housing sector continues to exert a significant drag on growth as the inventory glut, the reduced availability of mortgage credit, and tighter lending standards continue to depress residential investment. Household consumption has also been weak because of tighter credit conditions, falling housing and equity prices, declining employment, and high prices for energy and food. In the face of weak domestic demand, heightened uncertainty about the outlook, and adverse credit conditions, business investment has been subdued.

Recent indicators point to a stalling of real GDP growth in Japan and Europe in the second half of 2008. Exports have been restrained by the past appreciation of the yen and the euro, as well as by weaker demand from major trading partners. High world oil prices through much of 2007 and 2008 have also depressed household and business spending. In Europe, the weakness in domestic demand has been exacerbated by tighter credit conditions and corrections in some housing markets.

Growth in newly industrialized and emerging-market economies has also moderated, mainly reflecting less-buoyant external demand. Nevertheless, solid domestic demand has supported

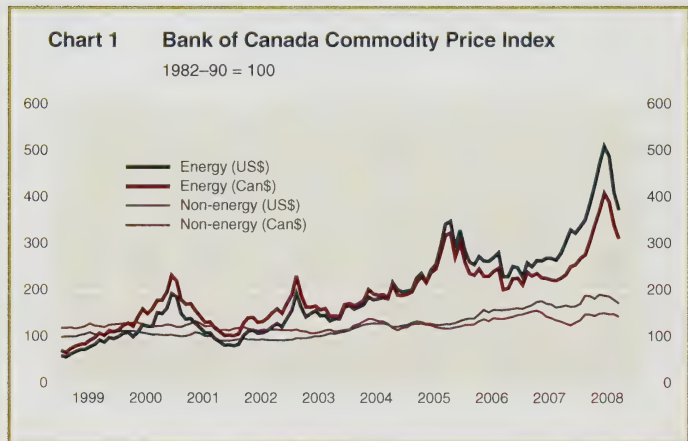
The global economy is entering a mild recession.

The housing inventory glut, the reduced availability of mortgage credit, and tighter lending standards continue to depress residential investment in the United States.

overall growth in these countries, since they have so far been less directly affected by the global financial turmoil. High prices for commodities in the first half of 2008 dampened domestic demand in commodity-importing countries, but boosted revenues and stimulated domestic demand in commodity-exporting countries.

Commodity prices have declined considerably since the July *Update*, especially for energy, largely owing to reduced demand and weaker prospects for global economic growth (Chart 1). Energy prices have been particularly volatile, and are still relatively high by historical standards. The price of light crude oil (West Texas Intermediate), which was about US\$140 per barrel at the time of the July *Update*, averaged US\$81 in the ten days ending on 17 October 2008. Natural gas prices have also moved down markedly, reflecting both increased supplies and reduced demand as a result of relatively moderate summer temperatures in many parts of North America.

Prices for non-energy commodities, particularly metals, have also decreased, largely in line with the weaker global economic outlook. Declines in the prices of grains and oilseeds have been attributed to the effect of favourable weather conditions on crop yields.



Commodity prices have declined considerably in recent months.

Canadian Demand

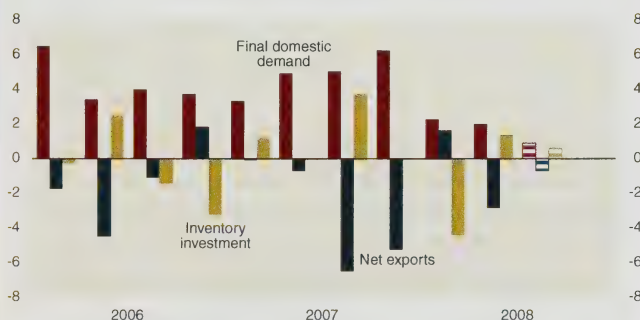
Economic growth in Canada has slowed abruptly this year, following a period of exceptionally rapid growth in the second half of 2007. Export volumes fell, and growth in final domestic demand decelerated noticeably (Chart 2). The substantial rise in Canada's terms of trade and the associated gains in real gross domestic income continued to support domestic demand (Chart 3). However, increased uncertainty related to the deterioration in the global economic outlook, together with some tightening in credit conditions, has dampened household and business expenditures. In addition, spending related to pent-up demand for housing and some durable consumer goods appears to have been largely completed by the end of 2007. Exports continued to fall as a result of reduced U.S. spending on automobiles and machinery and equipment. The result was a net decline in the level of GDP over the first half of 2008.

Available data for the third quarter of 2008 suggest that real GDP growth (at an annual rate) was about 0.8 per cent. The rate of growth of final domestic demand, especially consumer spending, is likely to have decelerated further as a result of slower growth in real income and heightened uncertainty related to the financial market crisis and the deteriorating outlook for the U.S. economy. Exports are expected to have continued to fall.

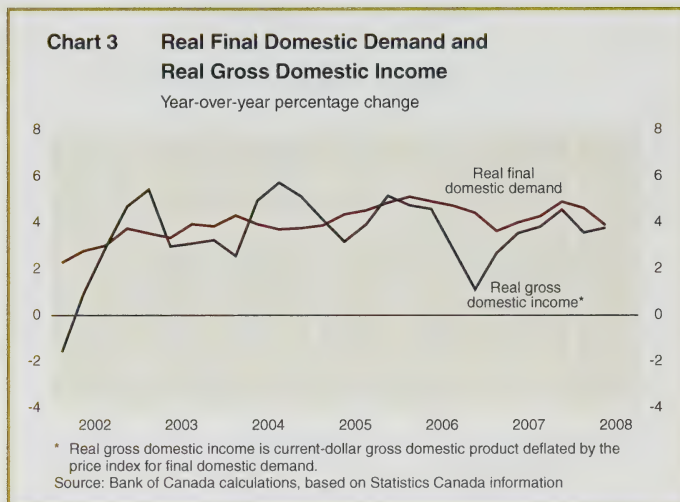
Economic growth in Canada has slowed abruptly this year.

Chart 2 Contribution to Real GDP Growth

Percentage points, quarterly at an annual rate



Note: GDP estimates for the third quarter of 2008 are based on the Bank's monitoring of current data.



Canadian Supply

Potential output in the first half of 2008 grew more slowly than estimated in previous Reports . . .

. . . and assumptions for the future growth of potential output have been lowered.

The risk of lower growth in potential output that was identified in previous *Reports* has materialized. Potential output grew more slowly in the first half of 2008 than estimated in previous *Reports* and *Updates*, and growth over the near term will likely be lower than previously assumed as well. This weakness on the supply side of the economy can be attributed to the low growth of labour productivity. Labour productivity in the business sector actually fell by 1.3 per cent from the second quarter of 2007 to the second quarter of 2008 (Chart 4). Trend labour productivity growth (based on the Bank's conventional measure) has recently been close to 1.0 per cent, compared with the assumption of 1.5 per cent used in the Bank's previous projections. While the slowdown in real GDP growth undoubtedly played a role in this weak performance, recent declines in productivity have been most evident in sectors experiencing pronounced labour shortages, such as mining, oil and gas extraction, and construction, which had to draw on less-skilled workers. These have also been among the sectors most affected by the trend rise in global commodity prices in recent years. The lower-than-expected growth of trend labour productivity has been only partly offset by higher-than-expected increases in trend labour inputs. After carefully reviewing the outlook for productivity and labour inputs, the Bank is now estimating potential output of 2.3 per cent in 2008, and assuming lower trend growth in potential output of 2.4 per cent in 2009 and 2.5 per cent in 2010 and 2011 (Technical Box 1).¹

1. In past *Reports*, the Bank had assumed growth of potential output to be 2.8 per cent in 2008, 2.7 per cent in 2009, and 2.6 per cent in 2010.

Technical Box 1

Revised View of Trend Growth in Potential Output

Every October, following the release of historical revisions to the National Accounts at mid-year, the Bank revisits the assumption for future potential output growth that underpins its economic outlook. Potential output is the level of goods and services that the economy can produce on a sustained basis without adding to inflation pressures. Since potential output is not directly observable, it must be estimated. The Bank uses the information from variables that can be observed, such as the labour participation rate, population growth, productivity growth, and wage and price inflation, to generate a conventional estimate of potential output, and projects future growth on the basis of trends in these measures.

For some time now, the Bank has identified the risk that trend growth in potential output could be lower than has been assumed. The recent data for the two building blocks of potential output bear this out: labour productivity has continued to be weaker than anticipated, and this has been only partially offset by stronger-than-expected growth in labour input.

Over the 1978–2004 period, which is long enough for cyclical and irregular effects to wash out, the growth in labour productivity for the total economy averaged 1.2 per cent per year. Recently, this trend appears to have fallen to slightly below 1.0 per cent, owing partly to the considerable amount of structural adjustment under way in the economy and perhaps partly to firms hiring additional labour, given concerns about tightening labour markets (Chart A). As these factors dissipate, aggregate productivity growth should pick up. There are also a number



(cont'd)

Technical Box 1

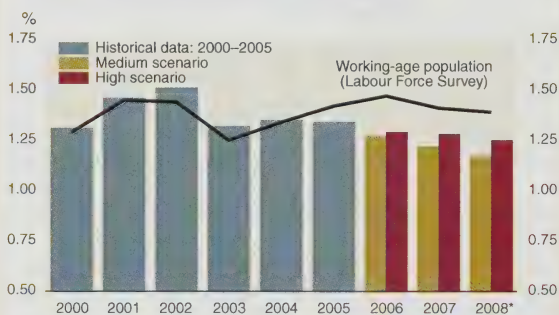
Revised View of Trend Growth in Potential Output (cont'd)

of longer-term factors at play that should tend to boost productivity growth over time. For instance, a number of important productivity-promoting government initiatives, such as the reduction in the effective tax rate on capital and the promotion of interprovincial trade, have been introduced in recent years. As well, firms (especially in the service sector) are likely to undertake initiatives to close part of the gap between Canada's lower level of aggregate productivity and that of the United States. As a result of the combination of both short-run and longer-term forces, it seems reasonable to expect trend productivity growth to gradually return to 1.2 per cent over the next two years.

The working-age population has grown faster over the past three years than even Statistics Canada's most optimistic demographic scenario would have suggested. In light of this development, the growth of trend labour input is expected to hold roughly constant at approximately 1.25 per cent per year through 2011, rather than declining gradually beginning in 2009 (Chart B). An increase in the percentage of workers retiring is still expected to lower the aggregate employment rate.

Combining the estimates for growth in trend labour productivity and trend labour input yields the growth rate for potential output. Based on the above estimates, potential output is estimated to grow by 2.3 per cent in 2008, and is assumed to grow by 2.4 per cent in 2009, and 2.5 per cent in 2010 and 2011. It is important to note that a large margin of uncertainty surrounds these assumptions.

Chart B
Growth of the Working-Age Population

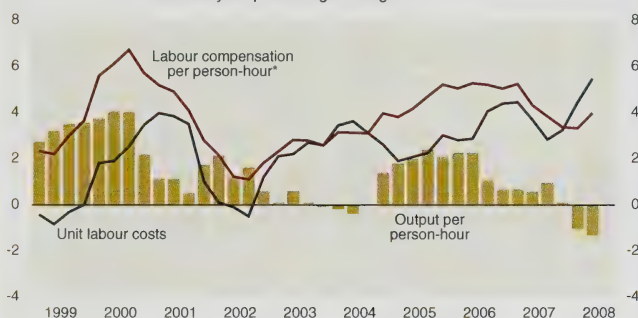


* The Labour Force Survey calculation for the working-age population for 2008 uses data up to September and extrapolates the last three months using the average monthly growth rate in 2008.

Source: Statistics Canada, Labour Force Survey and Population Projection for Canada, Provinces, and Territories (91-520-XWE), 15 December 2005

Chart 4 Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change



* Labour compensation includes the labour income of paid workers, plus imputed labour income for self-employed workers.

Source: Statistics Canada *Daily*

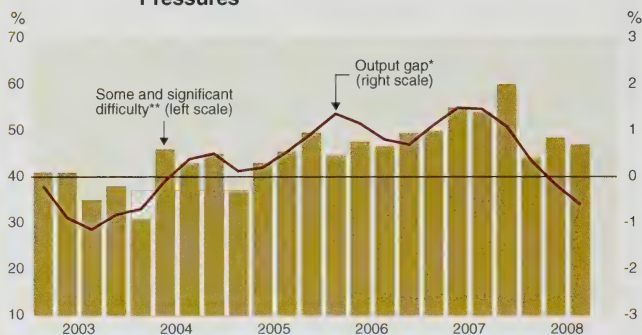
Estimated Pressures on Capacity

Indicators of capacity pressures are mixed. Several measures still point to a modest degree of pressure on production capacity in the third quarter of 2008. In the Bank's autumn *Business Outlook Survey*, respondents continued to report some strains on capacity, especially in Western Canada (Chart 5). The employment-to-population ratio in the third quarter was down only a little from the record highs reached in February and March, while the unemployment rate was slightly above the 33-year low recorded in October 2007 and in January and February of this year.

Other indicators suggest that the Canadian economy had moved into modest excess supply in the third quarter of 2008. The Bank's conventional measure of the output gap indicates that the economy was operating about 0.6 per cent below its production potential in the third quarter of 2008 (Chart 5).² The percentage of firms reporting labour shortages in the Bank's autumn *Business Outlook Survey* was somewhat below average. Finally, the 12-month change in the average hourly earnings of permanent workers reported by Statistics Canada in the Labour Force Survey has eased since the beginning of the year (Chart 6).

2. The level of excess supply in the third quarter of 2008, estimated using the Bank's conventional measure, is about the same as that projected in the July *Update*. A downward revision to the projected level of output is largely offset by a slight reduction in the estimated level of potential output. According to Statistics Canada's revised estimates, the contraction in real GDP in the first quarter of 2008 was slightly larger than initially estimated. There was also a small negative surprise to growth in the second quarter, and the Bank's projection for growth in the third quarter has been lowered.

Chart 5 Estimated Output Gap and the Response to *Business Outlook Survey* Question on Capacity Pressures

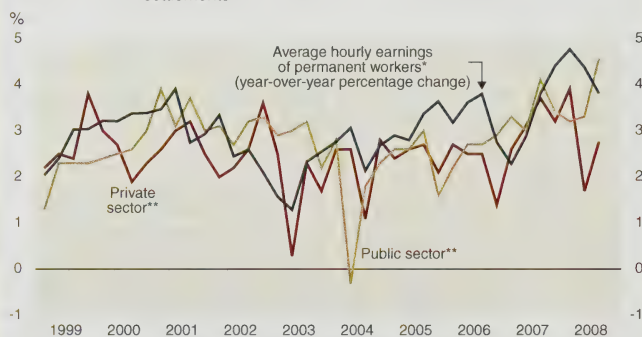


* Difference between actual output and estimated potential output. The estimate for the third quarter of 2008 is based on a projected increase in output of 0.8 per cent (at annual rates) for the quarter.

** Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales

Chart 6 Wage Settlements and Average Hourly Earnings

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements



* Source: Statistics Canada *Labour Force Information*

** Source: Human Resources and Social Development Canada. The last data point plotted is the average of July and August 2008.

The economy moved into slight excess supply in the third quarter of 2008.

After reviewing the indicators of capacity pressures, the Governing Council judges that the economy was operating close to its production capacity in the second quarter of 2008 and moved into slight excess supply in the third quarter.

Inflation and the 2 Per Cent Target

Total CPI inflation in Canada moved up from 2.2 per cent in May to 3.5 per cent in August, slightly less than projected in the July *Update* (Chart 7). The increase in total CPI inflation mainly reflects the impact of higher prices for crude oil over the past year, and, to a lesser extent, the effect of higher food prices. If the effect of changes in indirect taxes is excluded, the rate of increase in the total CPI in August was 4.0 per cent.

After averaging 1.5 per cent since last April, the core rate of inflation edged up to 1.7 per cent in August.³ The acceleration of food prices was only partly offset by the effect of the deceleration in house prices (Chart 8). With the economy having operated above full capacity for some time, the 12-month rate of increase in the prices of core services other than shelter has remained at an elevated level.

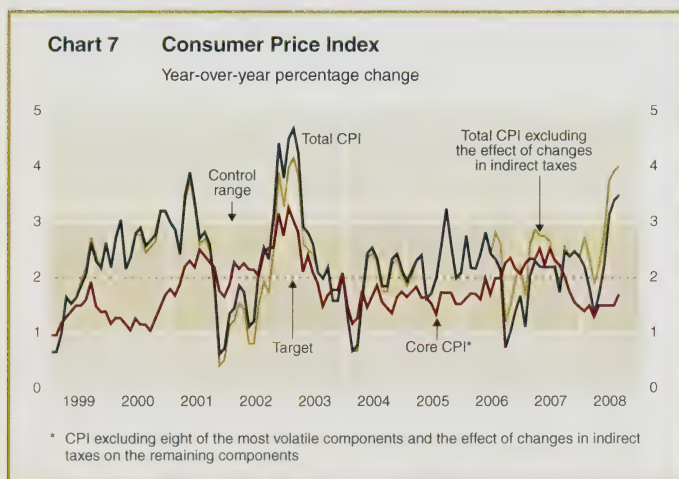
CPIW, an alternative measure of the trend rate of inflation (adjusted to exclude the effect of changes in indirect taxes), was much higher than the core rate in August, largely because of the substantial increases in selected consumer prices for energy (Chart 9). Since energy prices have already declined, this measure likely overstates the underlying trend in inflation.

The Bank regularly reviews a number of indicators of inflation expectations. While most measures of near-term inflation expectations have stayed fairly high, consistent with the short-term outlook for total inflation, longer-term measures are well anchored to

Total CPI inflation in Canada moved up to 3.5 per cent in August . . .

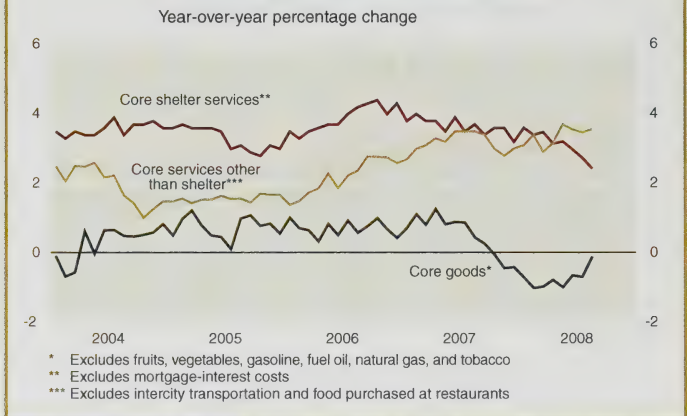
. . . while the core rate of inflation edged up to 1.7 per cent.

Inflation expectations over the policy horizon remain well anchored to the 2 per cent inflation target.



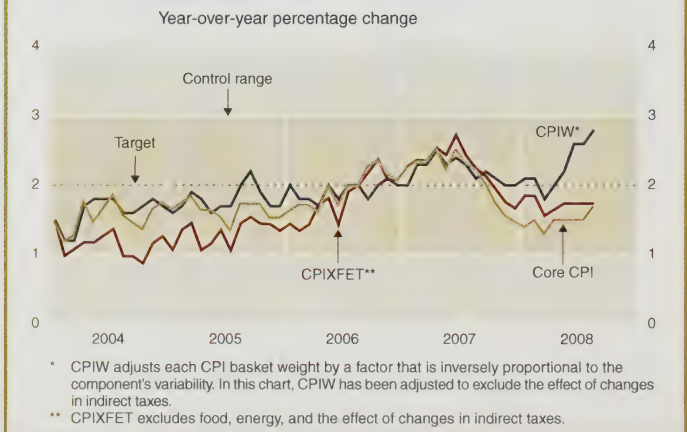
3. The core measure of inflation (CPIX) excludes eight of the most volatile components of the CPI and removes the effect of changes in indirect taxes on the remaining components. The eight volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.

Chart 8 Goods and Services in the Core CPI, Excluding the Effect of Changes in Indirect Taxes



the 2 per cent inflation target. The measure of near-term inflation expectations reported in the Bank's autumn *Business Outlook Survey* stayed quite high, with about one-third of firms expecting CPI inflation to be above 3 per cent over the next two years. Consensus Economics' forecast for total CPI inflation in 2009 was 2.1 per cent, and their forecasts of inflation over the longer term have remained close to 2 per cent. Inflation expectations, as measured by the spread between 30-year conventional and Real Return bonds, have moved below 2 per cent in recent weeks.

Chart 9 Core CPI and Other Measures of the Trend Inflation Rate

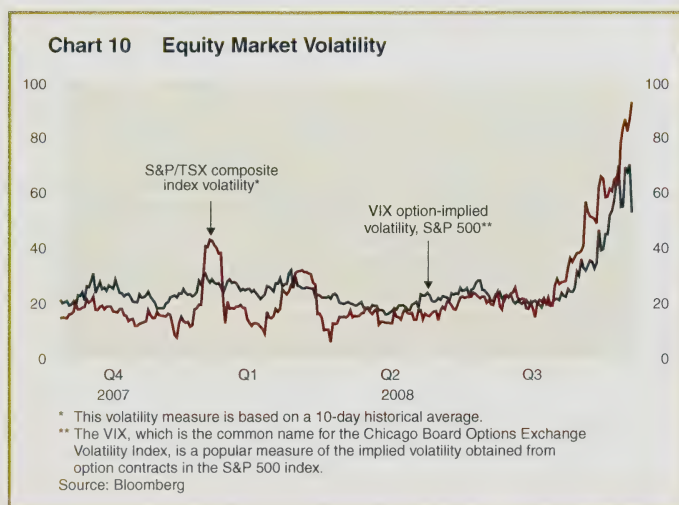


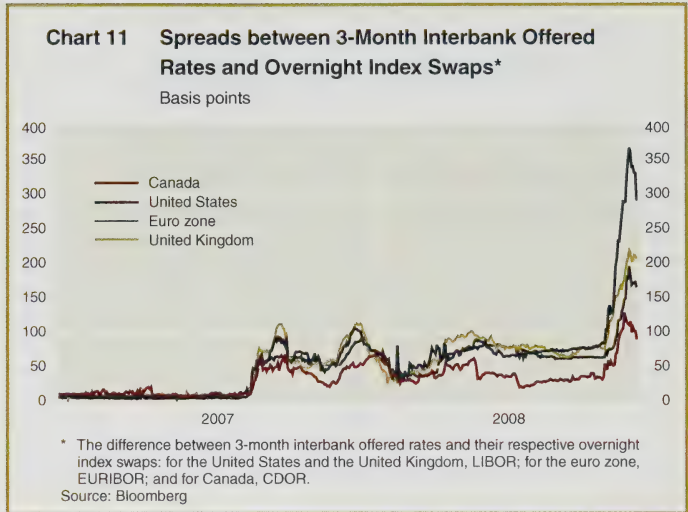
3. FINANCIAL DEVELOPMENTS

Global Financial Market Conditions

The global financial turmoil that began in the late summer of 2007 has worsened in the past two months to become the deepest, broadest, and most persistent financial crisis in decades. Failures or near-failures of several large financial institutions in the United States and Europe intensified these financial strains, and uncertainty over the magnitude of additional credit-related losses increased. Credit spreads reached unprecedented levels, and risk aversion has risen abruptly. The combination of deleveraging and falling asset prices has resulted in extremely volatile and difficult financial conditions (Chart 10). Liquidity in financial markets contracted sharply, as financial institutions became increasingly reluctant to lend to each other (Chart 11). The growing difficulty of raising capital and credit, the increased cost of borrowing, and the related effects on confidence are contributing importantly to the slowdown in the global economy.

Global credit conditions have deteriorated sharply in recent weeks.





Recent Policy Initiatives

Extraordinary measures have been taken by authorities to improve the functioning of markets.

In response to the intensification of the financial crisis, governments and central banks have taken a series of unprecedented initiatives to stabilize the financial system and limit further negative feedback into the real economy.

Recent global initiatives to improve the functioning of *financial markets* have included the provision of significant additional overnight and term liquidity, capital injections for financial institutions, guarantees of bank deposits and borrowing, and purchases of bad assets. These measures are aimed at reactivating the intermediation process by supporting an orderly deleveraging of the financial system,⁴ strengthening the capital position of financial institutions, and protecting the interests of depositors and other creditors. The G7 Plan of Action, announced on 10 October, provided the foundation for urgent and unprecedented measures in the euro area, the United Kingdom, and the United States to stabilize financial markets and restore the flow of credit.

Over the past month, the Bank of Canada has undertaken a series of operations to reinforce the target for the overnight rate and support market liquidity at longer terms. To strengthen the impact of its term operations, the Bank has significantly increased the size

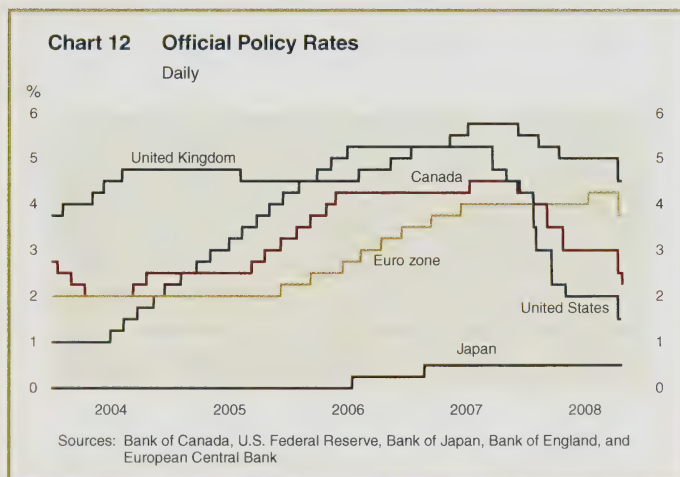
The Bank of Canada has supported market liquidity at longer terms.

4. This is not an issue for Canadian financial institutions whose absolute leverage is markedly lower than most of their international peers. As a simple illustration, major Canadian banks have an average asset-to-capital multiple of 18. The comparable figure for U.S. investment banks is over 25, for European banks, in the 30s, and for some major global banks, over 40.

and frequency of such operations and broadened the lists of acceptable collateral and eligible counterparties. In coordination with other central banks, the Bank of Canada established a US\$30 billion swap facility with the U.S. Federal Reserve in September as a precautionary measure to provide U.S.-dollar liquidity in Canada should it be required. The Bank will provide exceptional liquidity to the Canadian financial system as long as conditions warrant. Taken together, these measures strengthen the effectiveness of the monetary policy transmission process in these difficult market circumstances.

Reflecting the rapidly changing outlook for growth and inflation, central banks from a number of industrialized countries took concerted *monetary policy* action to cut policy rates on 8 October 2008. As part of this initiative, the U.S. Federal Reserve lowered the target for its federal funds rate by 50 basis points to 1.50 per cent, bringing the amount of the reduction since the beginning of the credit-market turmoil in August 2007 to 375 basis points (Chart 12). Included in this concerted action was a 50-basis-point reduction in policy rates announced by both the European Central Bank and the Bank of England.

Central banks took unprecedented concerted action to reduce policy rates in early October.



In Canada, the 50-basis-point cut on 8 October as part of the concerted action and a further 25-basis-point reduction on 21 October have resulted in a reduction in the target overnight rate by 225 basis points since the beginning of December 2007 to its current level of 2.25 per cent.

Canadian Credit Conditions

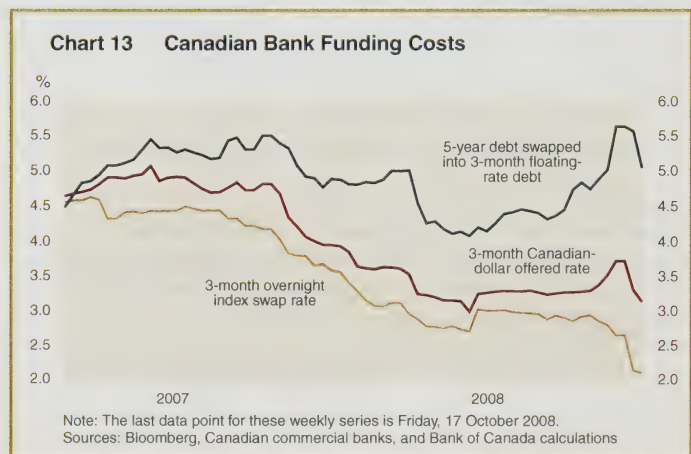
Global financial stresses have spread more broadly through Canadian credit markets.

In spite of the healthy position of Canadian financial institutions, the intensification of the global financial crisis has led to a substantial tightening of credit conditions in Canada. Given the high degree of volatility and risk aversion in recent weeks, there is considerable uncertainty around any assessment of current credit conditions in Canada. In particular, it is difficult to measure the non-price factors that may limit the availability of credit.

Credit spreads for financial institutions, as measured by the difference between a weighted average of borrowing rates across the term structure and the expected overnight rate, spiked to around 200 basis points in early October. While strong actions taken by governments and central banks to support financial institutions have led to some retracement in these spreads, it is expected that spreads will be reduced only slowly as confidence is gradually rebuilt. Since the onset of the financial market turbulence in August 2007, effective borrowing costs for Canadian financial institutions have eased somewhat, with the rise in credit spreads more than offset by the 225-basis-point cumulative reduction in the target overnight rate (Chart 13). These indicative borrowing costs likely do not, however, adequately take account of the decreased availability coming from illiquid and risk-averse interbank markets.

Credit conditions for businesses have tightened considerably in recent months.

Deteriorating conditions in financial markets in recent weeks have also severely impaired the access of Canadian non-financial firms to short-term and long-term debt markets. Indeed, corporate debt and equity issuance have effectively stopped. In addition, non-price-related terms and conditions for bank intermediated credit have continued to tighten. Even before the recent intensification of the financial crisis, respondents to the Bank's *Senior Loan Officer Survey* and *Business Outlook Survey* reported widespread



**Chart 14 Pricing and Non-Pricing Lending Conditions:
Balance of Opinion from the Senior Loan
Officer Survey***



Note: Each series is the simple average of the balance of opinions for the small business, commercial, and corporate sectors.

* The balance of opinion is calculated as the weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions.

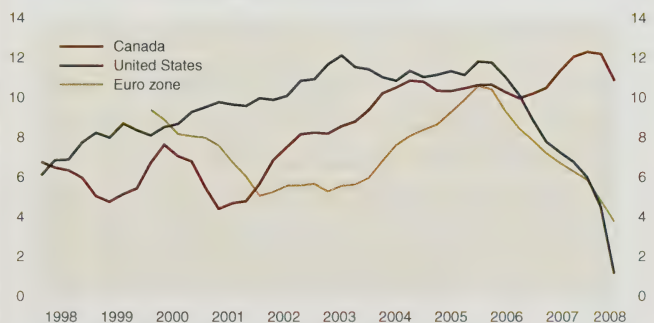
tightening in both the pricing and availability of credit (Chart 14). Growth of business credit has fallen slightly below its historical average.

Credit growth for Canadian households has slowed only slightly in recent months and, based on the most recent data, remains surprisingly strong by historical or international comparisons (Chart 15). There is little evidence thus far that non-price-related terms or conditions have tightened significantly for household borrowers. Growth in household credit is, however, expected to moderate further as housing prices decline modestly and as real income growth decelerates.

The growth of household credit has remained surprisingly strong but is expected to moderate in the coming months.

Chart 15 Total Household Credit

Year-over-year percentage change



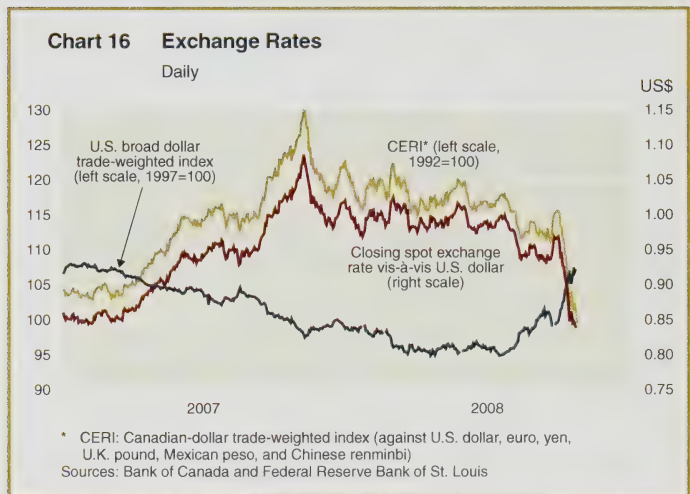
Note: The last data point plotted is the average of July and August 2008.

Sources: Bank of Canada, BIS, U.S. Federal Reserve

Exchange Rates

The Canadian dollar has depreciated sharply.

The trade-weighted index for the Canadian dollar has fallen by 14 per cent since the July *Update* (Chart 16). Major currencies have been strongly affected by mounting concerns over a global recession, changing expectations about policy rates, and by portfolio adjustments resulting from financial dislocations. The Canadian dollar has traded in a wide range of about 83 to 100 cents U.S. since the July *Update*. It has depreciated sharply over the past few weeks to around 85 cents U.S., reflecting a substantial pullback in commodity prices from record-high levels, as well as the factors noted above.



4. THE OUTLOOK

International Background

The Bank's base-case projection for the global and Canadian economies through to the end of 2010 is presented in this section. The projection assumes that the Canadian dollar will average 85 cents U.S., close to its current level, and that energy prices will move along a path consistent with recent futures prices. Most importantly, the base case assumes that the coordinated Plan of Action recently announced by the G7 countries will stabilize global financial markets and that credit conditions in Canada will gradually improve as these extraordinary measures take hold. The key risks to the base-case projection are outlined at the end of this section.

Growth in the global economy is projected to decline from 3.7 per cent in 2008 to 2.8 per cent in 2009, well below the potential growth rate of the global economy, reaching levels that most economists would associate with recessionary conditions (Table 1). The weakness will be most evident in the major advanced economies, which are expected to grow at average annual rates between -0.1 and 0.6 per cent in 2009, before gaining strength in the latter part of the year and through 2010. These significant downward revisions to the Bank's projections are due largely to the financial system turmoil and tighter credit conditions that are assumed to be more persistent and more pervasive across countries than in previous *Monetary Policy Reports*. These financial headwinds will take time to dissipate, even with the extraordinary recent policy actions just announced. The headwinds are expected to adversely affect consumer and business confidence, thereby contributing to a sharper and more protracted downturn. While weakness is expected to be concentrated in the advanced countries, softer external demand and somewhat tighter global credit conditions will also restrain growth in emerging markets over the near term. The global economy is expected to pick up in 2010, as financial conditions improve, monetary policy stimulus takes hold, housing sectors in the United States and Europe stabilize, and the effects of the earlier rise in commodity prices recede.

The U.S. economy is judged to be in recession through the first quarter of 2009, and to remain weaker than previously projected over the balance of the year, as tighter credit conditions and waning confidence lower household consumption and reduce residential and business investment. While credit spreads for corporate and household borrowing are expected to improve over the course of the projection horizon, higher borrowing costs, reduced availability of credit as financial deleveraging proceeds, and tighter lending standards will continue to exert a significant drag on real economic

Global economic growth is projected to decline, reaching recessionary levels in 2009.

The U.S. economy is judged to be in recession through the first quarter of 2009.

activity. Other drivers of household spending have also weakened more than anticipated, with continued declines in housing and financial wealth, and employment losses reducing real disposable income. Slower export growth is also projected, owing to weaker global demand. After falling by a projected 1.7 per cent in the third quarter of 2008, U.S. real GDP is expected to fall by a further 2.5 per cent in the fourth quarter, and by 0.5 per cent in the first quarter of 2009, as the stimulus of temporary tax rebates on household consumption fades and tighter credit conditions and confidence effects take hold.

Several factors, however, begin to support a modest recovery through 2009 and then lead to above-potential growth in 2010.⁵ These factors include low policy interest rates, the gradual elimination of excess supply in the housing sector, and the normalization of credit conditions, which are expected to support the recovery in domestic demand. In addition, U.S. exports should continue to benefit from the past and expected real depreciation of the U.S. dollar.

Recent data also indicate significantly less momentum in short-term growth in Europe and Japan than previously assumed. Output

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b			
		2007	2008	2009	2010
United States	22	2.0 (2.2)	1.2 (1.6)	-0.1 (1.5)	3.2 (3.3)
European Union	20	2.7 (2.7)	1.0 (1.7)	0.3 (1.5)	3.0 (2.3)
Japan	7	2.0 (2.0)	0.5 (1.7)	0.6 (1.5)	2.2 (1.7)
China and Asian NIEs ^c	14	10.2 (10.2)	8.1 (8.9)	7.3 (7.6)	7.5 (7.4)
Others	37	6.6 (6.3)	5.5 (5.4)	4.5 (4.6)	5.5 (5.5)
World	100	5.0 (4.9)	3.7 (4.1)	2.8 (3.4)	4.6 (4.4)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP)

valuation of country GDPs for 2006. Source: IMF, *WEO Update*, January 2008.

b. Numbers in parentheses are projections from the July 2008 *Monetary Policy Report Update*.

c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), South Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.

Source: Bank of Canada

5. Note that the growth rate of U.S. potential output has been revised down somewhat over recent years and over the projection horizon. These changes (about -0.1 percentage points on average annual growth) mainly reflect the impact of historical revisions to real GDP, which suggest lower growth in trend productivity and labour input. As a result, the growth rate of U.S. potential output is now assumed to slow from about 2.6 per cent in the 2007–08 period to about 2.2 per cent in the 2009–10 period.

growth is expected to be well below potential for the remainder of 2008 and in 2009, reflecting reduced demand for exports stemming from the adverse impact of the past appreciation of their currencies and weaker global demand. Domestic demand will also be dampened by tighter credit conditions and relatively high commodity prices. In the United Kingdom and in the euro area, the ongoing correction in the housing sector will also reduce household and business spending.

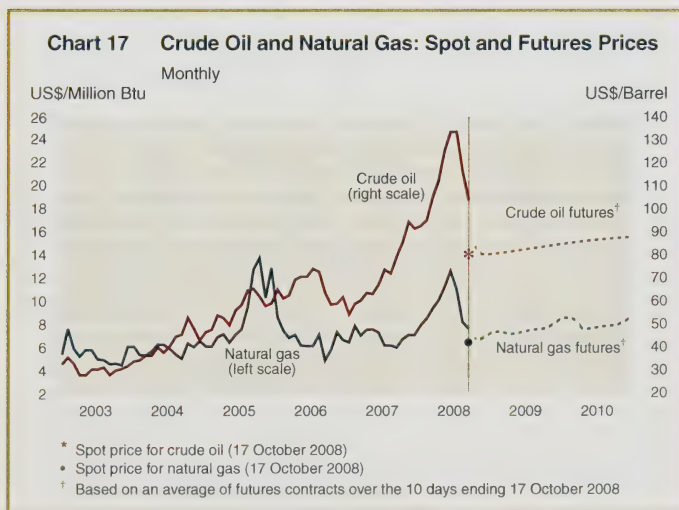
Slower export demand from advanced economies will moderate economic growth in emerging-market economies. The base-case projection assumes monetary and fiscal policy action to support a sustainable rate of growth in these countries while alleviating underlying inflationary pressures. In key emerging-market economies, such as China, a shift towards a relatively greater contribution from domestic demand, as opposed to exports, is assumed to be facilitated by a gradual real effective appreciation of their currencies and strong income growth. Financial conditions are expected to be less severe than in the advanced economies.

Prices for non-energy commodities are projected to decrease by about 10 per cent between the fourth quarter of 2008 and the end of 2010, somewhat more than previously expected, reflecting softer demand for commodities as the global economy slows.

Prices for crude oil are assumed to be in a range of US\$81 to US\$88 per barrel over the projection horizon based on recent futures prices. This is considerably lower than the prices assumed in the July *Update* (Chart 17). Futures prices for natural gas are also lower than assumed in the last *Update*. With tight supplies and considerable uncertainty about demand, commodity prices are expected to remain volatile for some time.

Prices for non-energy commodities are projected to ease further.

Oil price futures suggest oil prices in a range of US\$81 to US\$88 per barrel over the projection horizon.



Aggregate Demand and Supply in Canada

Canada's GDP growth is projected to be 0.6 per cent in 2008 and 2009, and 3.4 per cent in 2010.

Three significant global developments over the past few months—intensification of the financial crisis, the much weaker growth outlook for the United States and other industrialized economies, and the sharply lower profile for commodity prices, especially energy prices—have adversely affected the outlook for the Canadian economy. The downward revision to the assumption for potential output growth also dampens future activity.

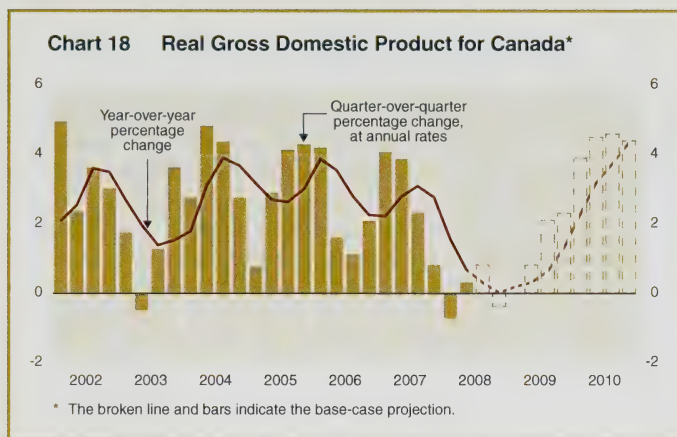
As a result, GDP growth in the Bank's base-case projection for Canada is considerably lower in the second half of 2008 and throughout 2009 than in the July *Update* (Table 2). On an average annual basis, the economy is now projected to grow by 0.6 per cent in 2008 and 2009, and by 3.4 per cent in 2010 (Chart 18).

Growth in final domestic demand is expected to be subdued until late in 2009, with growth of consumer spending well below its recent trend. The reduced growth of consumer spending reflects lower projected real income related to the recent reversal in commodity prices, the downward revision to the assumption for potential output growth, and a reduction in household net worth from the recent drop in equity prices and a projected modest decline in housing prices. With the changes in the terms and availability of financing and some decline in confidence, housing investment is projected to move into line with changing demographic requirements more rapidly than previously assumed. This implies a larger

Table 2 Contributions to Average Annual Real GDP Growth
Percentage points*

	2007	2008	2009	2010
Consumption	2.5 (2.5)	2.0 (2.1)	1.5 (2.3)	2.5 (2.4)
Housing	0.2 (0.2)	-0.2 (-0.1)	-0.6 (-0.1)	-0.3 (-0.1)
Government	0.9 (0.9)	1.0 (0.9)	0.7 (0.7)	0.6 (0.6)
Business fixed investment	0.5 (0.5)	0.2 (0.5)	-0.2 (0.5)	0.3 (0.5)
<i>Subtotal: Final domestic demand</i>	<i>4.1 (4.1)</i>	<i>3.0 (3.4)</i>	<i>1.4 (3.4)</i>	<i>3.1 (3.4)</i>
Exports	0.4 (0.4)	-1.5 (-1.1)	-0.6 (0)	1.5 (1.2)
Imports	-1.8 (-1.8)	-0.4 (-0.8)	-0.2 (-1.1)	-1.2 (-1.3)
<i>Subtotal: Net exports</i>	<i>-1.4 (-1.4)</i>	<i>-1.9 (-1.9)</i>	<i>-0.8 (-1.1)</i>	<i>0.3 (-0.1)</i>
Inventories	0 (0)	-0.5 (-0.5)	0 (0)	0 (0)
GDP	2.7 (2.7)	0.6 (1.0)	0.6 (2.3)	3.4 (3.3)
<i>Real Gross Domestic Income (GDI)</i>	<i>3.7 (3.7)</i>	<i>2.0 (4.0)</i>	<i>-1.9 (4.4)</i>	<i>3.2 (3.3)</i>

* Numbers in parentheses are from the base-case projection in the July *Monetary Policy Report Update*.



decline in real residential activity over 2009 and 2010 than projected in the July *Update* (Technical Box 2). Business investment is also expected to decrease towards the end of this year and through 2009, as a result of the slowdown in global GDP growth, the tightening of credit conditions, and the high level of uncertainty following the intensification of the global financial crisis.

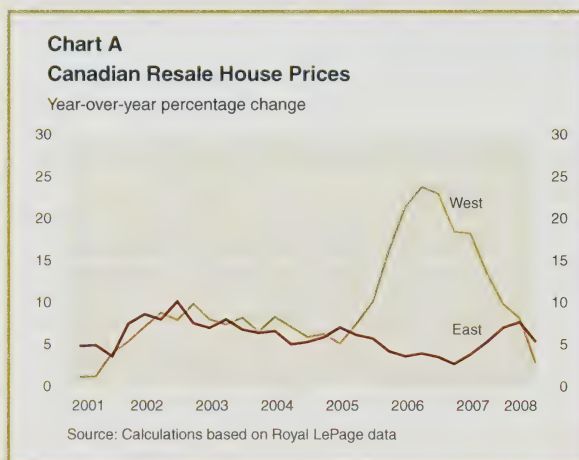
Canadian export volumes are projected to decline through 2009, given the weakness of U.S. demand. However, owing to the weaker growth of final domestic demand, import growth is also expected to decrease. Taken together, this results in a smaller drag on overall growth from net exports in 2009.

With the Canadian economy having moved into excess supply in the third quarter of 2008, and with below-potential growth projected through 2009, spare production capacity continues to increase. However, the return of financial conditions to a more normal state, coupled with the stimulus provided by an accommodative stance of monetary policy, is expected to support a significant acceleration in consumer and capital expenditures in 2010. Exports are also expected to recover in 2010, in response to a lower exchange rate, the completion of the U.S. housing correction, and the recovery of the U.S. economy more generally. Excess supply will be absorbed through 2010, with the economy projected to operate at full potential in early 2011.

Technical Box 2 The Canadian Housing Sector

After a decade of steady growth in housing investment and substantial increases in house prices, the Canadian housing market is expected to soften over the projection horizon. The robust growth in residential investment in Canada over the 2001–07 period was propelled by strong employment, sustained income growth, rising commodity prices, and a favourable financing environment (i.e., relatively low interest rates, accommodative mortgage terms and conditions, and the availability of home-equity lines of credit that fuelled renovation activity). The strength in housing investment over this period also reflected an unwinding of the pent-up demand that followed the housing downturn in the late 1980s and the subsequent slow recovery during the 1990s.

There was strong growth in house prices from 2001 to 2007, with real prices for existing and new homes increasing by 43 and 28 per cent, respectively. The rate of increase was particularly strong in Western Canada, where the combination of positive net migration, rising income levels, and a limited supply of housing put upward pressure on prices. Housing prices also increased significantly in the rest of the country (Chart A).



The Bank has been projecting slower growth in housing activity and housing prices for some time, but this has been slow in coming. Over the past two quarters, however, residential investment was weaker than expected and is now projected to decline at a faster pace than previously anticipated for several reasons. First, there are cyclical factors at play. Sluggish economic activity, the related slower employment growth, and weaker terms of trade will restrain income gains, putting downward

Technical Box 2 The Canadian Housing Sector (cont'd)

pressure on demand. Second, tighter credit conditions, together with some loss of confidence due to a heightened level of uncertainty, are also expected to lower the demand and supply for housing over the next year. Finally, renovation activity, which accounted for most of the growth in residential investment over the past three years, is expected to moderate, as it is also affected by softening house prices. Taken together, these developments are now projected to result in a more rapid return of residential construction activity to demographic requirements than previously expected.

The cyclical decline in housing demand, combined with the recent increases in supply (illustrated by the recent pickup in listings and newly completed but unoccupied dwellings), is expected to lead to modest price declines in most regions of the country, with larger decreases anticipated in markets that previously experienced the largest run-up in prices (Chart B). As indicated in previous *Monetary Policy Reports*, rising house prices have been an important contributor to real household spending, including renovation activity (through home-equity borrowing). This support will be substantially diminished going forward.



The Projection for Inflation

Core inflation is projected to decline in 2009, before returning to 2 per cent by the end of 2010.

Total CPI inflation is expected to fall below 1 per cent in mid-2009 and return to the 2 per cent target by the end of 2010.

Core CPI is projected to edge up to 1.8 per cent in the fourth quarter of 2008, as the impact of earlier reductions in automobile prices diminishes and more than offsets the slight downward pressure exerted by excess supply in the economy (Table 3). However, modest reductions in housing prices and a widening output gap should cause the core rate to ease in 2009, reaching a low of 1.5 per cent. As the amount of excess supply diminishes, and with some upward pressure from increases in import costs, the core rate is expected to move up to 2 per cent by the end of 2010.

The projection for the 12-month rate of increase in the total CPI is lower than that in the last *Update*, owing mainly to the lower assumed prices for crude oil. Total CPI inflation is projected to fall below 1 per cent in mid-2009. With inflation expectations well anchored and aggregate demand and supply returning to balance, total inflation is expected to return to the 2 per cent target by the end of 2010.

Table 3 Summary of the Base-Case Projection^a

	2008				2009		2010
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change) ^b	-0.8 (-0.3)	0.3 (0.8)	0.8 (1.3)	-0.4 (1.8)	0.4 (2.8)	2.2 (3.2)	4.4 (3.4)
Real GDP (year-over-year percentage change)	1.6 (1.7)	0.7 (0.9)	0.3 (0.6)	0 (0.9)	0.2 (1.9)	1.0 (2.8)	3.4 (3.3)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.4 (1.4)	1.5 (1.5)	1.6 (1.5)	1.8 (1.8)	1.7 (1.9)	1.6 (2.0)	1.9 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	1.8 (1.8)	2.3 (2.2)	3.4 (3.8)	2.6 (4.1)	1.7 (3.6)	1.0 (2.0)	1.9 (2.0)
Total CPI (excluding the effect of changes in indirect taxes) (year-over-year percentage change)	2.4 (2.4)	2.9 (2.8)	4.0 (4.4)	3.2 (4.7)	1.7 (3.6)	1.0 (2.0)	1.9 (2.0)
WTI ^c (level)	98 (98)	124 (124)	119 (141)	82 (142)	82 (143)	84 (142)	87 (141)

a. Numbers in parentheses are from the July *Monetary Policy Report Update*.

b. For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.

c. Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 17 October 2008.

Risks to the Projection

The Bank judges that the risks are roughly balanced around its revised base-case projection for inflation in Canada—a base case that now incorporates the recent intensification of the global financial

crisis, a mild global recession, and the measures that have been taken to resolve the crisis. The evolution of the financial crisis, its impact on the global economy, and the timing of the effect of the various extraordinary measures being taken to address it pose significant risks to the projection on both the upside and the downside.

On the downside, although the extraordinary initiatives being undertaken to provide liquidity, recapitalize banks, and restore credit flows will improve the functioning of markets and the amount of credit extension, there is the risk that this process could take longer than assumed in the base-case projection. Furthermore, the interplay between tighter credit conditions and slowing economic activity could be even more severe than assumed, depressing the outlook for global growth, the level of commodity prices, and prospects for Canadian economic growth, thereby reducing inflation pressures. On the upside, the improvement in financial conditions could be more rapid than assumed in the base-case projection. This, together with the boost to business and consumer confidence that such a resolution would likely engender, represents an upside risk to the projection for Canadian growth and inflation.

In addition to this principal area of risk, there are several other upside and downside risks to the projection for inflation in Canada.

Global inflationary pressures continue to pose some upside risk. Although commodity prices have declined and global aggregate demand is weakening, there are still indications of underlying inflation pressures in emerging-market economies that could spill over to Canada through higher-than-projected import prices. Second, while potential growth has been marked down in the base case, productivity could continue to disappoint, further reducing growth in potential output and increasing inflationary pressures. Third, business investment could pick up more than projected, given expressed intentions and the ability of many firms to finance from internal sources.

On the downside, as consumer spending slows, retailers could increase discounting, given the high profit margins that currently exist. This would put more downward pressure on inflation in Canada. There could also be additional downward pressure on inflation from housing prices, particularly in areas where there has been a very sharp run-up in prices.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: 613 782-8248; toll free in North America: 1 877 782-8248;
email: publications@bankofcanada.ca
website: www.bankofcanada.ca

Bank of Canada Regional Offices

Atlantic Provinces

1583 Hollis Street, 5th Floor
Halifax, Nova Scotia B3J 1V4
David Amirault, *Senior Regional Representative (Economics)*
Monique LeBlanc, *Senior Regional Representative (Currency)*

Quebec

1501 McGill College Avenue,
Suite 2030
Montréal, Quebec H3A 3M8
Thérèse Laflèche, *Senior Regional Representative (Economics)*
Phuong Anh Ho Huu, *Senior Regional Representative (Currency)*

Ontario

150 King Street West, 20th Floor,
Suite 2000
Toronto, Ontario M5H 1J9
Jane Voll, *Senior Regional Representative (Economics)*
Manuel Parreira, *Senior Regional Representative (Currency)*

Prairie Provinces, Nunavut, and Northwest Territories

404 – 6th Avenue SW, Suite 200
Calgary, Alberta T2P 0R9
Mark Illing, *Senior Regional Representative (Economics)*
Ted Mieszkalski, *Senior Regional Representative (Currency)*

British Columbia and Yukon

200 Granville Street, Suite 2710
Vancouver, British Columbia V6C 1S4
Farid Novin, *Senior Regional Representative (Economics)*
Lori Rennison, *Senior Regional Representative (Economics)*
Trevor Frers, *Senior Regional Representative (Currency)*

New York Office

Canadian Consulate General
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020-1175 U.S.A.
Zahir Lalani, *Consul and Senior Representative for the Bank of Canada*

For Further Information about the Bank of Canada

Publications

Monetary Policy Report and Updates

A detailed summary of the Bank's policies and strategies, as well as a look at the current economic climate and its implications for inflation. *Reports* published in April and October; *Updates* published in January and July. Without charge.

Business Outlook Survey and Senior Loan Officer Survey

Published quarterly. Without charge.

Financial System Review

Brings together the Bank's research, analyses, and judgments on various issues and developments concerning the financial system. Published semi-annually. Without charge.

Bank of Canada Review

A quarterly publication that contains economic commentary and feature articles. By subscription.

Bank of Canada Banking and Financial Statistics

A comprehensive package of Canadian data. Published monthly on the Bank's website.

Weekly Financial Statistics

A 20-page package of banking and money market statistics. Published weekly on the Bank's website.

For information about these and other publications, contact:

Publications Distribution,
234 Wellington Street, Ottawa, K1A 0G9

Telephone: 613 782-8248
Toll free in North America: 1 877 782-8248
Fax: 613 782-8874
Email: publications@bankofcanada.ca

Internet

<http://www.bankofcanada.ca>
Provides timely access to press releases, speeches by the Governor, most of our major publications, and current financial data.

Public Information

For general information on the role and functions of the Bank, contact our Public Information Office.

Telephone: 1 800 303-1282
Fax: 613 782-7713
Email: info@bankofcanada.ca

For information on unclaimed balances:

Telephone: 1 888 891-6398
Fax: 613 782-7802
Email ucbalances@bankofcanada.ca

Bureaux régionaux de la Banque du Canada

Provinces de l'Atlantique	1583, rue Hollis, 5 ^e étage Halifax (Nouvelle-Écosse) B3J 1V4 David Amraut, représentant principal (Analyse économique) Monique LeBlanc, représentante principale (Monnaie)	Provinces des Prairies, Nunavut et Territoires du Nord-Ouest 404-6th Avenue SW, bureau 200 Calgary (Alberta) T2P 0R9 Mark Illing, représentant principal (Analyse économique) Ted Mieszkalski, représentant principal (Monnaie)	Colombie-Britannique et Yukon 200, rue Granville, bureau 2710 Vancouver (Colombie-Britannique) V6C 1S4 Farid Novin, représentant principal (Analyse économique) Lori Remnison, représentante principale (Analyse économique) Trevor Frers, représentant principal (Monnaie)	Bureau de New York Consulat général du Canada 1251 Avenue of the Americas New York, NY 10020-1175 États-Unis Zahir Lalani, consul et représentant principal de la Banque du Canada	Québec 1501, avenue McGill College, bureau 2030 Montréal (Québec) H3A 3M8 Thérèse Lafèche, représentante principale (Analyse économique) Phuong Anh Ho Huu, représentante principale (Monnaie)
---------------------------	---	--	--	--	---

Publications

Rapport sur la politique monétaire et Mise à jour

Compte rendu détaillé de la politique et des stratégies de la Banque du Canada et analyse de la conjoncture économique et de son incidence sur l'inflation. Le Rapport paraît en avril et en octobre; la *Mise à jour*, en janvier et en juillet.

Enquête sur les perspectives des entreprises et Enquête auprès des responsables du crédit

Publications trimestrielles gratuites

Revue du système financier

Publication semestrielle qui rassemble les recherches, les analyses et les opinions de la Banque du Canada sur diverses questions concernant le système financier. Publication gratuite.

Revue de la Banque du Canada

Publication trimestrielle contenant des commentaires de nature économique et des articles de fond. Sur abonnement.

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada

Recueil complet de données financières se rapportant au Canada publié tous les mois dans le site Web de la Banque.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières

Recueil de 20 pages de statistiques sur les banques et le marché monétaire publié toutes les semaines dans le site Web de la Banque.

Pour de plus amples renseignements sur la Banque du Canada

Pour obtenir des renseignements sur les publications de la Banque, s'adresser au :

Service de la diffusion des publications
234, rue Wellington, Ottawa K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8248;

Numéro sans frais en Amérique du Nord : 1 877 782-8248

Télécopieur : 613 782-8874
Adresse électronique : publications@banqueducanada.ca

Internet

<http://www.banqueducanada.ca>

Accès rapide aux communiqués et aux allocutions du gouverneur, aux principales publications de la Banque ainsi qu'à des données financières à jour

Information publique

Pour obtenir des renseignements d'ordre général sur le rôle et les fonctions de la Banque, communiquer avec le Service d'information publique :

Téléphone : 1 800 303-1282

Télécopieur : 613 782-7713

Adresse électronique : info@banqueducanada.ca

Pour se renseigner sur les soldes non réclamés :

Téléphone : 1 888 891-6398

Télécopieur : 613 782-7802

Adresse électronique : soldes@banqueducanada.ca

sions pourraient se propager à l'économie canadienne en faisant grimper les prix à l'importation. Deuxièmement, même si la croissance de la production potentielle vient d'être revue à la baisse dans le scénario de référence, la progression de la productivité pourrait continuer de décevoir, ce qui réduirait encore la croissance de la production potentielle et intensifierait les pressions inflationnistes. Troisièmement, il est possible que les investissements des entreprises augmentent davantage que la Banque ne s'y attend, compte tenu des intentions exprimées et de la capacité de bien des entreprises de se financer à même leurs fonds propres. Pour ce qui est des risques à la baisse, les détaillants pourraient accroître leurs rabais face à l'essoufflement de la consommation, vu le niveau actuellement élevé des marges bénéficiaires. Les pressions qui s'exercent dans le sens d'une baisse de l'inflation au Canada en seraient renforcées. Elles pourraient encore s'accroître si les prix des logements se mettaient à fléchir, en particulier dans les régions où ils ont connu une très forte hausse.

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais
en Amérique du Nord : 1 877 782-8248;
adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : www.banqueducanada.ca

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait glisser sous 1 % au milieu de 2009 et retourner à la cible de 2 % d'ici la fin de 2010.

Les taux d'accroissement de l'IPC global (sur douze mois) prévus par la Banque sont désormais plus bas que ceux avancés dans la *Mise à jour* de juillet, essentiellement du fait que les cours postulés du pétrole brut sont moins élevés. L'inflation mesurée par l'IPC global devrait descendre au-dessous de 1 % au milieu de 2009. Les attentes d'inflation étant bien ancrées et l'équilibre entre l'offre et la demande globales en voie de se rétablir, la Banque prévoit que le taux d'augmentation de l'IPC global retournera au taux cible de 2 % d'ici la fin de 2010.

Les risques entourant la projection

La Banque estime que les risques liés à son scénario de référence revêtent un caractère international, d'une légère récession récente de la crise financière internationale, de diverses actions menées pour dénouer la crise. L'évolution de la crise financière, son incidence sur l'économie mondiale et le temps nécessaire pour que se fassent sentir les effets des diverses mesures extraordinaires prises pour y remédier font peser des risques majeurs, tant à la hausse qu'à la baisse, sur la projection.

Les mesures exceptionnelles mises en place pour irriguer le système en liquidités, reconstruire le capital des banques et restaurer les flux de crédit contribueront certes à améliorer le fonctionnement des marchés et à relancer le crédit, mais le processus pourrait être plus lent qu'espéré. En outre, l'interaction entre les conditions restrictives du crédit et le ralentissement de l'activité économique pourrait s'avérer encore plus étroite qu'on ne le présume et avoir des retombées négatives sur les perspectives de l'économie mondiale, le niveau des cours des produits de base et l'évolution de la croissance au Canada, ce qui atténuerait les tensions inflationnistes. En revanche, les conditions financières pourraient s'améliorer plus rapidement que la Banque ne l'anticipe dans son scénario de référence. Un tel dénouement, conjugué au coup de fouet qu'il donnerait sans doute à la confiance des entreprises et des ménages, représenterait un risque à la hausse pour la projection en matière de croissance et d'inflation au pays.

À cette source de risque majeure se greffent d'autres risques, à la hausse et à la baisse, concernant l'évolution de l'inflation au pays. Parmi les risques à la hausse, les tensions inflationnistes dans le monde représentent encore une certaine menace. Premièrement, bien que les cours des matières premières aient reculé et que la demande mondiale faiblisse, il subsiste des signes de tensions inflationnistes dans les économies de marché émergentes. Ces ten-

La projection en matière d'inflation

Le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait se hisser à 1,8 % au quatrième trimestre de 2008, à mesure que l'incidence des réductions antérieures des prix des automobiles s'atténuera et fera plus que compenser les légères pressions à la baisse engendrées par l'offre excédentaire au sein de l'économie (Tableau 3). Cependant, un repli modeste des prix des logements et l'élargissement de l'écart de production entraîneront probablement un recul de l'inflation mesurée par l'indice de référence en 2009, laquelle touchera un creux de 1,5 %. Dans la foulée de la diminution de l'offre excédentaire et sous la poussée d'un certain renchérissement des importations, le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait remonter à 2 % avant la fin de 2010.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait baisser en 2009, puis remonter à 2 % avant la fin de 2010.

Résumé des projections selon le scénario de référence ^a																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																	
WTIC (niveau)	98 (98)	124 (124)	119 (141)	82 (142)	82 (143)	84 (142)	87 (141)	2008				2009		2010																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																			
								1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																																				
PIB réel (taux de croissance trimestriels annualisés) ^b	-0,8	0,3	0,8	-0,4	0,4	2,2	4,4	PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	1,6	0,7	0,3	0	0,2	1,0	3,4	Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,4	1,5	1,6	1,8	1,7	1,9	1,6	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)	1,9	2,0	(2,0)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la Mise à jour de juillet du Rapport sur la politique monétaire.

b. Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annuialisés respectifs.

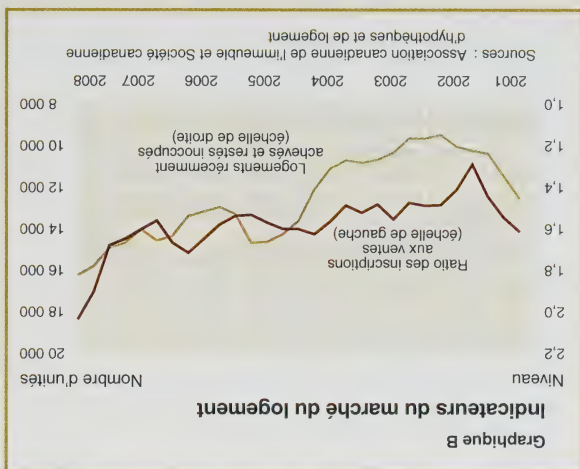
c. L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermedate (en \$ É.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 17 octobre 2008.

Note technique 2

Le secteur canadien du logement (suite)

facteurs cycliques sont à l'œuvre : la faiblesse de l'activité économique, le recul concomitant de la croissance de l'emploi et la détérioration des termes de l'échange sont appelés à limiter la hausse des revenus, ce qui exercera des pressions à la baisse sur la demande. Deuxièmement, le resserrement des conditions du crédit, conjugué à une perte de confiance imputable à une accentuation de l'incertitude, devrait aussi conduire à une baisse de la demande et de l'offre de logements au cours de l'année à venir. Enfin, l'activité de rénovation, qui explique l'essentiel de la croissance des investissements dans le secteur du logement au cours des trois dernières années, ralentira probablement, car elle se ressentira aussi du fléchissement des prix des maisons. Au total, ces évolutions devraient amener le niveau d'activité dans la construction résidentielle à redevenir conforme aux besoins démographiques plus rapidement qu'on ne l'avait prévu.

Le repli conjoncturel de la demande de logements, combiné au renforcement de l'offre constaté dernièrement (qu'atteste l'augmentation récente du nombre des inscriptions et des habitations neuves encore inoccupées), devrait entraîner une légère baisse des prix dans la plupart des régions du pays, des reculs plus importants étant attendus sur les marchés qui avaient enregistré les hausses de prix les plus fortes (Graphique B). Comme indiqué dans des livraisons précédentes du *Rapport sur la politique monétaire*, le renchérissement des maisons a contribué de façon importante à soutenir les dépenses réelles des ménages, notamment celles consacrées aux travaux de rénovation, grâce aux emprunts garantis par l'avoir propre foncier. Cette contribution diminuera sensiblement dans l'avenir.



révision à la baisse du taux d'accroissement postulé de la production potentielle.

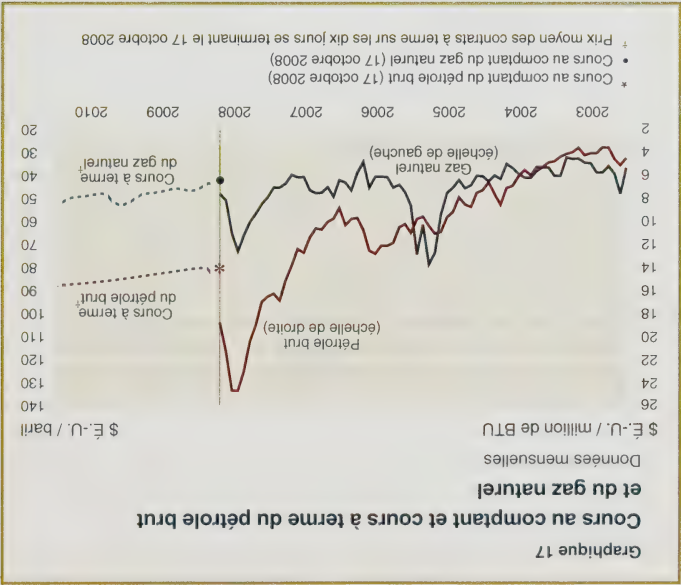
Par conséquent, les prévisions de la Banque au sujet de la croissance du PIB canadien au deuxième semestre de 2008 et en 2009 ont été fortement revues à la baisse par rapport à la *Mise à jour* de juillet (Tableau 2). On s'attend maintenant à ce que, en moyenne annuelle, l'économie enregistre une croissance de 0,6 % en 2008 et en 2009 et de 3,4 % en 2010 (Graphique 18).

Le PIB devrait croître au Canada de 0,6 % en 2008 et 2009 et de 3,4 % en 2010.

Tableau 2 Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel			
En points de pourcentage*			
	2007	2008	2009
2010			
Consommation	2,5 (2,5)	2,0 (2,1)	1,5 (2,3)
Logement	0,2 (0,2)	-0,2 (-0,1)	-0,6 (-0,1)
Administrations publiques	0,9 (0,9)	1,0 (0,9)	0,7 (0,7)
Investissements fixes des entreprises	0,5 (0,5)	0,2 (0,5)	-0,2 (0,5)
Total partiel : demande intérieure finale	4,1 (4,1)	3,0 (3,4)	1,4 (3,4)
Exportations	0,4 (0,4)	-1,5 (-1,1)	-0,6 (0)
Importations	-1,8 (-1,8)	-0,4 (-0,8)	-0,2 (-1,1)
Total partiel : exportations nettes	-1,4 (-1,4)	-1,9 (-1,9)	-0,8 (-1,1)
Stocks	0 (0)	-0,5 (-0,5)	0 (0)
PIB	2,7 (2,7)	0,6 (1,0)	0,6 (2,3)
Revenu intérieur brut (RIB) réel	3,7 (3,7)	2,0 (4,0)	-1,9 (4,4)
			3,2 (3,3)

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la *Mise à jour* de juillet du Rapport sur la politique monétaire.

La croissance de la demande intérieure finale devrait être atone jusque vers la fin de 2009, la hausse des dépenses de consommation se situant à un niveau très inférieur à sa tendance récente. La progression moindre de ces dépenses reflète un recul des revenus réels attendus lié au retournement récent des cours des produits de base, la réduction du taux de croissance postulé de la production potentielle et la diminution de l'avoir net des ménages découlant du repli récent des prix des actions et d'une légère dépréciation anticipée des maisons. Compte tenu des modifications survenues dans les modalités et la disponibilité du financement et d'une certaine érosion de la confiance, le niveau des investissements dans le secteur du logement devrait se conformer à l'évolution des besoins démographiques plus rapidement qu'on ne l'avait d'abord envisagé. Cette évolution implique un repli plus marqué de l'activité réelle dans le secteur de l'immobilier résidentiel en 2009 et en 2010 que ce qui était avancé dans la *Mise à jour* de



Le repli des cours des produits de base non énergétiques devrait se poursuivre.

Les cours à terme du pétrole donnent à penser que le prix de l'or noir s'inscrira dans une fourchette de 81 à 88 dollars E.-U. le baril à l'horizon de la projection.

à l'échelle mondiale.

En se fondant sur les cours récents des contrats à terme, on suppose que les prix du pétrole brut se situeront dans une fourchette de 81 à 88 dollars E.-U. le baril durant la période de projection. Ce niveau est très inférieur à celui qui avait été pris pour l'hypothèse dans la *Mise à jour* de juillet (Graphique 17). Les prix du gaz naturel sont également inférieurs à ceux postulés en juillet. Compte tenu du resserrement de l'offre et de l'incertitude considérable entourant la demande, les cours des produits de base devraient rester volatils pendant un certain temps.

La demande et l'offre globales au Canada

Trois évolutions majeures surviennent à l'échelle mondiale au cours des derniers mois — à savoir l'intensification de la crise financière, la forte détérioration des perspectives de croissance aux États-Unis et dans les autres pays industrialisés ainsi que la baisse prononcée des prix des produits de base, en particulier de l'énergie — ont eu des retombées négatives sur les perspectives de l'économie canadienne. Celles-ci sont également assombries par la

Plusieurs facteurs sont néanmoins propices à l'amorce d'une reprise modérée en 2009 et devraient pousser le taux de croissance au-dessus de celui de la production potentielle en 2010⁵. On peut citer, entre autres, le bas niveau des taux directeurs, la résorption de l'offre excédentaire dans le secteur du logement et la normalisation des conditions du crédit, qui devraient tous favoriser la relance de la demande intérieure. En outre, les exportations américaines devraient continuer de bénéficier des baisses passées et escomptées du dollar E.-U. en termes réels.

Par ailleurs, des données récentes portent à croire que l'activité en Europe et au Japon est nettement moins vigoureuse qu'on ne l'avait d'abord estimé. La croissance de la production effective devrait y être bien inférieure à celle de la production potentielle pour le reste de 2008 et en 2009, en raison du repli de la demande d'exportations imputable à la fois à l'incidence négative de l'appréciation antérieure des monnaies des pays concernés et à l'essoufflement de la demande à l'échelle mondiale. La demande intérieure pâtira de surcroît des conditions restrictives du crédit et des cours relativement élevés des produits de base. Enfin, au Royaume-Uni et dans la zone euro, la correction toujours en cours dans le secteur du logement donnera aussi un coup de frein aux dépenses des ménages et des entreprises.

Le ralentissement de la demande d'exportations émanant des économies avancées pèsera sur la croissance dans les pays à marché émergent. Le scénario de référence repose sur l'hypothèse que des mesures de politique monétaire et budgétaire viendront soutenir un taux de croissance durable dans ces pays tout en atténuant les tensions inflationnistes sous-jacentes. Dans les principales économies émergentes, comme la Chine, on suppose qu'une réorientation de la production vers la satisfaction de la demande intérieure aux dépens des marchés d'exportation sera favorisée par une appréciation graduelle de leur monnaie en termes effectifs réels et par une forte progression des revenus. Le climat financier devrait être moins difficile que dans les économies avancées.

5. Il convient de noter que le taux de croissance de la production potentielle américaine pour ces dernières années et la période de projection a été légèrement revu à la baisse. Les changements (de l'ordre de -0,1 point de pourcentage pour le taux de croissance annuel moyen) reflètent principalement l'incidence des révisions apportées aux estimations passées du PIB réel, qui donnent à penser que la croissance tendancielle du facteur travail et de la production n'a pas été aussi élevée que prévu. Par conséquent, on fait maintenant l'hypothèse que le rythme d'expansion de la production potentielle des États-Unis s'établira à quelque 2,2 % durant les années 2009 et 2010, contre environ 2,6 % en 2007 et 2008.

On estime que l'écono-
mie américaine sera en
récession jusqu'à la fin du
premier trimestre de 2009.

On estime que l'économie américaine sera en récession jusqu'à la fin du premier trimestre de 2009 et demeurera plus déprimée durant le reste de l'année qu'on ne l'avait d'abord prévu, la dégradation des conditions du crédit et le recul de la confiance se tra- duisant par une baisse à la fois de la consommation des ménages, des investissements dans le secteur résidentiel et des investisse- ments des entreprises. Malgré la diminution anticipée des écarts de taux sur les emprunts des entreprises et des ménages durant la période de projection, la hausse des coûts d'emprunt, le resserre- ment de l'offre de crédit lié au processus de réduction du levier financier qui est en cours et le durcissement des critères d'octroi de prêts continueront de brider fortement l'activité économique réelle. Les autres déterminants de la dépense des ménages sont aussi plus affaiblis qu'on ne l'avait projeté, avec la baisse continue de la valeur du patrimoine immobilier et financier et les pertes d'emploi qui réduisent le revenu réel disponible. La croissance des exportations devrait également ralentir, en raison de l'anémie de la demande mondiale. Après avoir cédé 1,7 % — d'après les projec- tions — au troisième trimestre de 2008, le PIB réel des États-Unis devrait encore chuter de 2,5 % au trimestre suivant et de 0,5 % au premier trimestre de 2009, à mesure que se dissipera l'effet stimula- teur sur la consommation des baisses d'impôt accordées proviso- rement aux ménages et que se feront pleinement ressentir les conditions restrictives du crédit ainsi que l'érosion de la confiance.

Tableau 1 Projection relative à la croissance mondiale

Part du PIB mondial réel (en pour-centage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)			
	2007	2008	2009	2010
États-Unis	2,0 (2,2)	1,2 (1,6)	-0,1 (1,5)	3,2 (3,3)
Union européenne	2,7 (2,7)	1,0 (1,7)	0,3 (1,5)	3,0 (2,3)
Japon	2,0 (2,0)	0,5 (1,7)	0,6 (1,5)	2,2 (1,7)
Chine et ENI ^c d'Asie	10,2 (10,2)	8,1 (8,9)	7,3 (7,6)	7,5 (7,4)
Autres pays	6,6 (6,3)	5,5 (5,4)	4,5 (4,6)	5,5 (5,5)
Ensemble du monde	5,0 (4,9)	3,7 (4,1)	2,8 (3,4)	4,6 (4,4)

- a. La part de chaque pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2006. Source : FMI, *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale*, janvier 2008
- b. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans la *Mise à jour de juillet 2008 ou Rapport sur la politique monétaire*.
- c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée du Sud, la Province chinoise de Taïwan et Singapour.

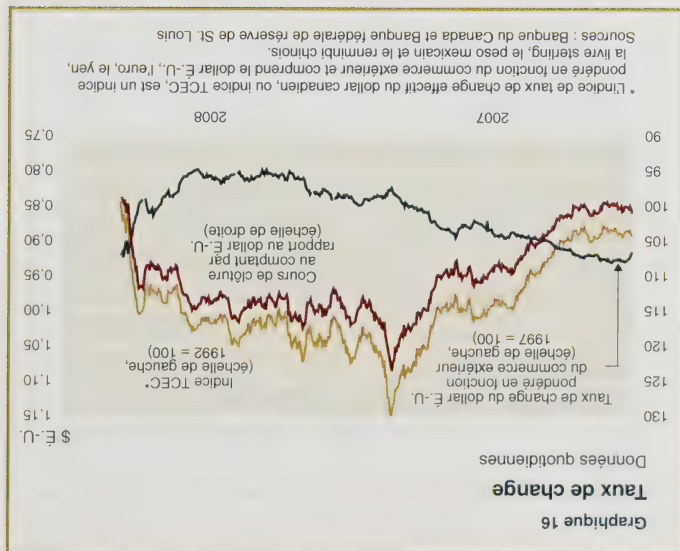
Source : Banque du Canada

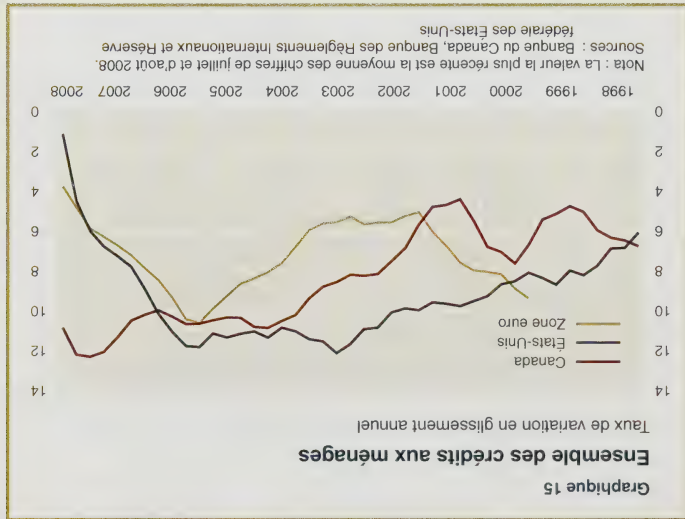
4. LES PERSPECTIVES

La conjoncture internationale

La présente section décrit le scénario de référence de la Banque concernant les économies mondiale et canadienne pour la période se terminant à la fin de 2010. La Banque prend pour hypothèses que le taux de change du dollar canadien s'établira, en moyenne, à 85 cents E.-U., c'est-à-dire près de son niveau actuel, et que l'évolution des prix de l'énergie sera conforme aux cours récents des contrats à terme. Le scénario de référence suppose surtout que le plan d'actions coordonnées qui a été annoncé dernièrement par les pays du G7 stabilisera les marchés financiers mondiaux et que les conditions du crédit se redresseront progressivement au Canada à mesure que ces interventions exceptionnelles seront mises en œuvre. Les principaux risques pesant sur le scénario de référence sont explicités à la fin de cette section.

*L'expansion de l'économie mondiale devrait être inférieure au taux de croissance potentiel et proche des niveaux que la plupart des économistes considèrent comme caractéristiques d'une récession (Tableau 1). Le ralentissement sera des plus flagrant dans les grands pays industrialisés, dont les taux de croissance annuels moyens devraient se situer entre -0,1 et 0,6 % en 2009, avant de remonter dans la dernière partie de l'année et jusqu'à la fin de 2010. Ces importantes révisions à la baisse des prévisions de croissance de la Banque sont principalement imputables à la tourmente que traverse le système financier et au fait que l'on s'attend à présent à ce que les conditions restrictives du crédit se maintiennent plus longtemps et soient plus généralisées à l'échelle internationale qu'on ne l'envisageait dans les dernières livraisons du *Rapport sur la politique monétaire*. En dépit des mesures exceptionnelles que les autorités de divers pays ont récemment annoncées, ces vents contraires financiers mettront du temps à se calmer. Et en portant atteinte à la confiance des consommateurs et des entreprises, ils devraient contribuer à aggraver et à prolonger le ralentissement de l'activité. Quoique celui-ci devrait surtout toucher les économies avancées, le tassement de la demande étrangère et le durcissement mondial des conditions du crédit freineront également la croissance à court terme dans les pays à marché émergent. L'économie mondiale devrait se redresser en 2010, à mesure que les conditions financières se normalisent, que la détente monétaire produira ses effets, que le secteur de l'habitation se stabilisera aux États-Unis et en Europe, et que les effets de l'encherissement passé des matières premières se dissiperont.*





maisons et d'un affaiblissement de la progression des revenus réels.

Les taux de change

L'indice du taux de change du dollar canadien, pondéré en fonction des échanges commerciaux, s'est replié de 14 % depuis la publication de la *Mise à jour* de juillet (Graphique 16). Les grandes monnaies ont été durement touchées par la montée des préoccupations concernant une récession mondiale, l'évolution des attentes au sujet des taux directeurs et les réaménagements de portefeuilles découlant des perturbations financières. Le dollar canadien s'est échangé à l'intérieur d'une large fourchette, d'environ 83 à 100 cents E.-U., depuis la parution de la *Mise à jour*. Il s'est fortement déprécié ces dernières semaines, pour s'établir à quelque 85 cents E.-U., sous l'effet conjugué de la baisse substantielle des cours des produits de base par rapport aux niveaux records qu'ils avaient atteints et des autres facteurs mentionnés ci-dessus.

Le dollar canadien s'est fortement déprécié.

Graphique 14
Solde des opinions concernant les modalités tarifaires et non tarifaires des prêts selon l'enquête auprès des responsables du crédit*



Les conditions du crédit aux entreprises se sont nettement durcies ces derniers mois.

La croissance du crédit aux ménages demeure étonnamment forte, mais devrait décélérer au cours des prochains mois.

du resserrement de l'offre de crédit dans les marchés interban-
 caires illiquides et réfractaires au risque.
 La détérioration des conditions sur les marchés financiers ces
 dernières semaines a aussi grandement limité l'accès des entreprises
 non financières canadiennes aux marchés des titres d'emprunt à
 court et à long terme. De fait, l'émission d'obligations de
 sociétés a bel et bien été suspendue. En outre, dans le cas du crédit
 intermédié, les banques ont continué à durcir les conditions de prêt
 non liées au prix. Même avant la récente intensification de la crise
 financière, les répondants à l'enquête auprès des responsables du
 crédit et à l'enquête sur les perspectives des entreprises menées
 par la Banque ont signalé un resserrement généralisé du coût et de
 la disponibilité du crédit (Graphique 14). L'expansion du crédit
 aux entreprises a reculé et se situe légèrement en deçà de sa
 moyenne historique.
 La croissance du crédit aux ménages canadiens n'a accusé
 qu'un léger ralentissement ces derniers mois et, selon les données
 les plus récentes, elle demeure étonnamment forte par rapport à
 son évolution passée et à ce que l'on observe sur la scène interna-
 tionale (Graphique 15). Jusqu'ici, il ne semble guère que les condi-
 tions de prêt non liées au prix se soient beaucoup durcies dans le
 cas des ménages. L'expansion du crédit aux ménages devrait toutefois
 décélérer d'avantage, compte tenu d'un repli modeste des prix des

Les conditions du crédit au Canada

En dépit de la bonne santé des institutions financières canadiennes, l'intensification de la crise financière mondiale a donné lieu à un resserrement important des conditions du crédit au Canada. Étant donné le degré élevé de volatilité et d'inversion pour le risque observé ces dernières semaines, une incertitude considérable pèse sur l'estimation des conditions actuelles du crédit au pays. Plus particulièrement, il est difficile de mesurer les facteurs non tarifaires pouvant limiter la disponibilité du crédit. Les écarts de crédit pour les institutions financières, mesurés par la différence entre une moyenne pondérée de taux d'emprunt pour l'ensemble des échéances et le taux du financement à un jour attendu, se sont hissés à quelque 200 points de base au début d'octobre. Les actions décisives prises par les gouvernements et les banques centrales à l'appui des institutions financières ont certes contribué à un certain rétrécissement de ces écarts, mais on s'attend à ce que ceux-ci ne baissent que lentement, à la faveur du raffermissement graduel de la confiance. Depuis le début de la tourmente financière en août 2007, les coûts d'emprunt effectifs des institutions financières canadiennes ont diminué quelque peu, la hausse des écarts de crédit ayant été plus que compensée par la réduction cumulative de 225 points de base du taux cible du financement à un jour (Graphique 13). Toutefois, il est probable que ces coûts d'emprunt indicatifs ne tiennent pas compte adéquatement

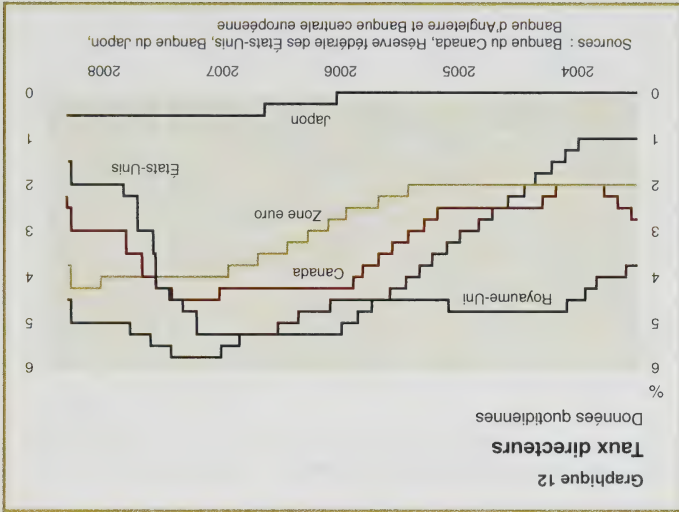


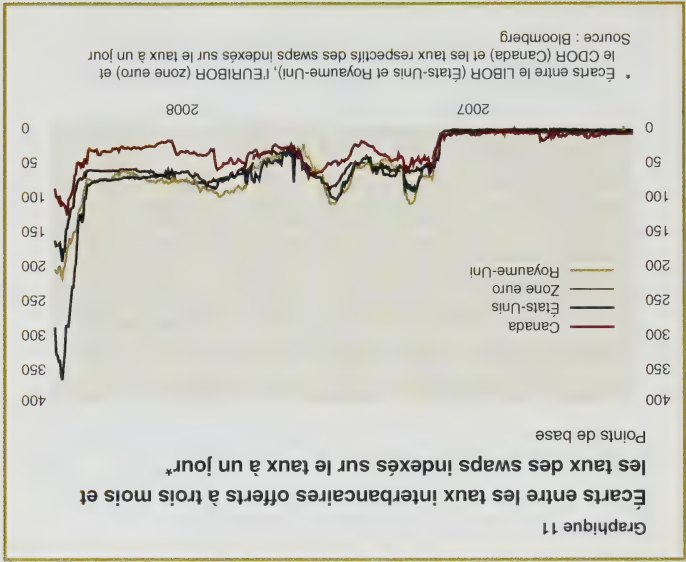
Les tensions financières internationales se sont propagées aux marchés du crédit canadiens.

et élargi les listes des garanties et des contreparties admissibles. De concert avec d'autres banques centrales, la Banque a conclu, en septembre, un accord de swap de 30 milliards de dollars E.-U. avec la Réserve fédérale américaine, qui permettra, si le besoin s'en fait sentir, de procurer des liquidités en dollars américains au Canada. La Banque octroiera des liquidités exceptionnelles au système financier canadien tant que les conditions le justifient. Prises dans leur ensemble, ces mesures contribuent à améliorer l'efficacité du processus de transmission de la politique monétaire dans ces circonstances difficiles sur les marchés.

Devant les perspectives d'évolution de la croissance et de l'inflation en rapide mutation, les banques centrales d'un certain nombre de pays industrialisés ont mis en œuvre une mesure de politique monétaire concertée en abaissant leurs taux directeurs le 8 octobre 2008. Dans le cadre de cette initiative, la Réserve fédérale a réduit le taux cible des fonds fédéraux de 50 points de base pour le ramener à 1,5 %, ce qui porte le montant de la réduction, depuis le début des perturbations des marchés du crédit en août 2007, à 375 points de base (Graphique 12). La Banque centrale européenne et la Banque d'Angleterre ont pour leur part diminué leurs taux directeurs à début d'octobre.

Au Canada, la réduction de 50 points de base effectuée le 8 octobre dans le cadre de l'action concertée et celle de 25 points de base du 21 octobre se sont traduites par une baisse cumulative, depuis le début de décembre 2007, de 225 points de base du taux cible du financement à un jour, lequel se situe actuellement à 2,25 %.





dans la zone euro, au Royaume-Uni et aux États-Unis afin de stabiliser les marchés financiers et de rétablir les flux de crédit. Au cours du dernier mois, la Banque du Canada a mené une série d'opérations dans le but de renforcer la cible pour le taux du financement à un jour et de soutenir la liquidité du marché à plus long terme. Pour accroître l'incidence de ses opérations à plus d'un jour, la Banque en a nettement accru la taille et la fréquence,

La Banque du Canada a soutenu la liquidité du marché à plus long terme.

3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les conditions sur les marchés financiers mondiaux

La tourmente financière internationale qui a débuté à la fin de l'été 2007 s'est aggravée ces deux derniers mois et s'est transformée en une crise financière d'une gravité, d'une ampleur et d'une persistance inégalées depuis des décennies. Les faillites ou quasi-faillites de plusieurs grandes institutions financières survenues aux États-Unis et en Europe ont intensifié ces perturbations financières, et l'incertitude quant à l'étendue des pertes additionnelles liées au crédit s'est accrue. Les écarts de crédit ont atteint des niveaux records et le degré d'aversion pour le risque a augmenté de façon abrupte. La conjugaison de la réduction du levier financier et de la baisse du prix des actifs s'est traduite par des conditions financières extrêmement volatiles et difficiles (Graphique 10). La liquidité s'est fortement érodée sur les marchés financiers, les institutions financières devenant de plus en plus réticentes à se consentir des prêts entre elles (Graphique 11). Les problèmes croissants de mobilisation de capitaux et de crédit, l'augmentation du coût des emprunts et leurs effets sur la confiance contournent grandement au ralentissement de l'économie mondiale.

Initiatives récentes des pouvoirs publics

Face à l'intensification de la crise financière, les gouvernements et les banques centrales ont pris une série de mesures inédites afin de stabiliser le système financier et de limiter les répercussions négatives sur l'économie réelle.

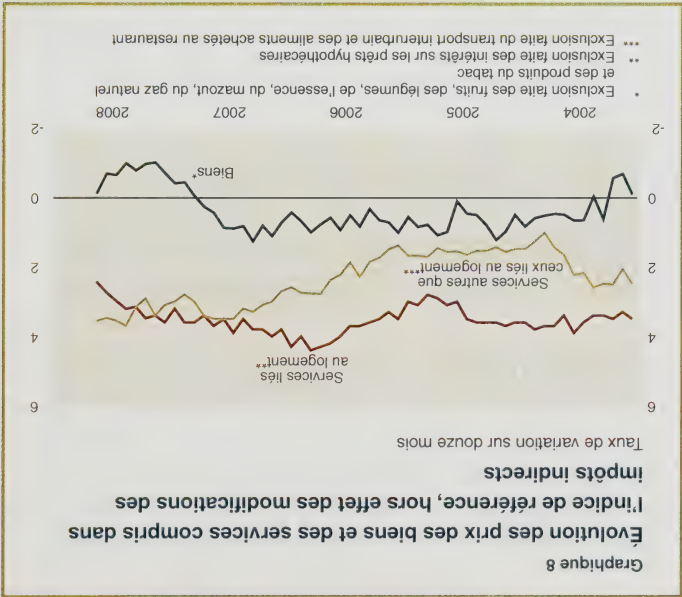
Parmi les initiatives prises récemment à l'échelle du globe pour améliorer le fonctionnement des *marchés financiers*, mentionnons l'octroi de liquidités additionnelles importantes à un jour et à plus d'un jour, l'injection de capital dans les institutions financières, la garantie des dépôts et des emprunts bancaires et l'acquisition d'actifs de mauvaise qualité. Ces initiatives visent à réactiver le processus d'intermédiation en favorisant une réduction ordonnée du levier financier au sein du système financier⁴, en raffermissant la capitalisation des institutions financières et en protégeant les intérêts des déposants et d'autres créanciers. Le plan d'action des pays du G7, annoncé le 10 octobre, a fourni une assise aux mesures urgentes et sans précédent mises en œuvre

Les conditions du crédit à l'échelle du globe se sont fortement détériorées ces dernières semaines.

Des mesures extraordinaires ont été prises par les pouvoirs publics pour améliorer le fonctionnement des marchés.

4. Le problème ne se pose pas dans le cas des institutions financières canadiennes, dont le niveau absolu de levier financier est largement inférieur à celui de la plupart de leurs homologues étrangères. À titre d'illustration, les grandes banques canadiennes ont un ratio actifs / fonds propres moyen de 18. Le ratio correspondant des banques d'affaires américaines dépasse 25, celui de leurs confrères européens se situe dans les 30, tandis que celui de certaines des plus importantes banques à l'échelle mondiale franchit 40.





fortement dépassé le taux d'accroissement de l'indice de référence en août, en grande part à cause des hausses substantielles des prix à la consommation de certains produits énergétiques (Graphique 9). Comme les cours de l'énergie ont déjà reculé, il est probable que l'indice IPCP surestime la tendance fondamentale de l'inflation. La Banque suit régulièrement divers indicateurs des attentes d'inflation. Alors que ceux qui portent sur les attentes d'inflation à court terme sont pour la plupart demeurés assez hauts, conformément aux perspectives d'évolution à court terme de l'inflation globale, ceux concernant les attentes à plus long terme sont bien ancrés à la cible d'inflation de 2 %. L'indicateur des attentes d'inflation à court terme qui se dégage de l'enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque cet automne est resté très élevé : environ le tiers des firmes interrogées pensent que le rythme d'augmentation de l'IPC va dépasser 3 % au cours des deux prochaines années. Selon les prévisions de Consensus Economics, le taux d'accroissement attendu de l'IPC global pour 2009 est de 2,1 %, et les attentes d'inflation à plus long terme continuent d'avoir 2 %. Les attentes d'inflation mesurées par l'écart entre le rendement des obligations classiques à 30 ans et celui des obligations à rendement réel sont descendues sous les 2 % ces dernières semaines.

Les attentes d'inflation à l'horizon visé pour la politique monétaire demeurent bien ancrées à la cible de 2 %.

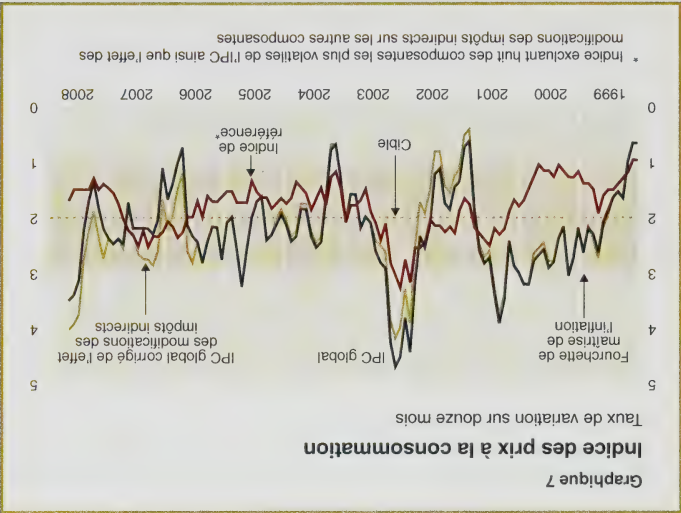
L'inflation et la cible de 2 %

L'inflation mesurée par l'IPC global au Canada a augmenté, passant de 2,2 % en mai à 3,5 % en août, soit légèrement en deçà des projections exposées dans la *Mise à jour* de juillet (Graphique 7). Cette hausse reflète principalement l'influence de la montée des cours du pétrole brut durant la dernière année et, dans une moindre mesure, l'effet du renchérissement des aliments.

Si l'on fait abstraction de l'incidence des modifications des impôts indirects, le taux d'accroissement de l'IPC global s'est établi à 4,0 % en août.

Après s'être située à 1,5 % en moyenne depuis avril dernier, l'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté légèrement, pour atteindre 1,7 % en août³. L'accélération des prix des aliments n'a été compensée que partiellement par l'effet de la décelération des prix des maisons (Graphique 8). Le fait que l'économie fonctionnait à un niveau supérieur à son potentiel depuis un certain temps a permis au taux de variation sur douze mois des prix des services inclus dans l'indice de référence et non liés au logement de rester élevé.

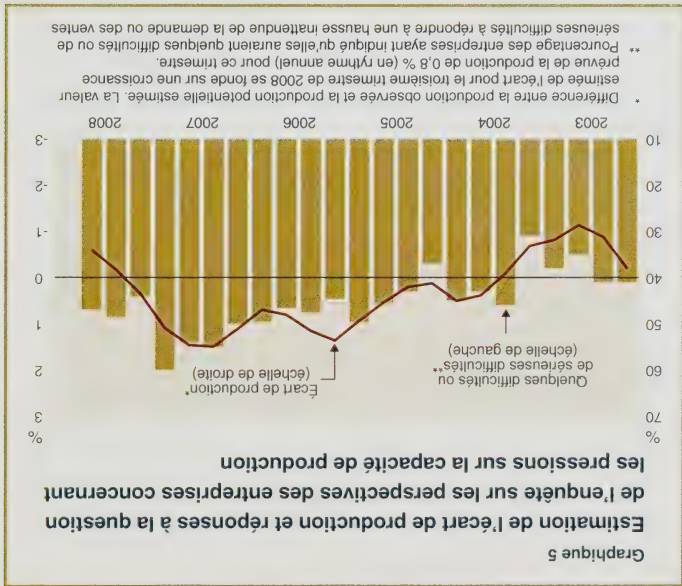
L'indice IPCP, une autre mesure de l'inflation tendancielle (corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects), a



3. L'indice de référence (IPCX) exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

Une offre légèrement
excédentaire est apparue
au troisième trimestre
de 2008.

Après avoir passé en revue les indicateurs des pressions sur la capacité de production, le Conseil de direction est d'avis que l'économie tournerait près de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2008 et qu'une offre légèrement excédentaire est apparue au troisième trimestre.



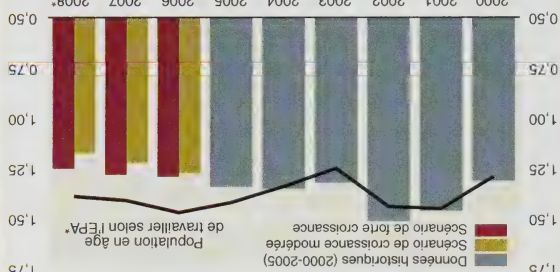
Note technique 1 Nouvelle hypothèse concernant le taux de croissance tendanciel de la production potentielle (suite)

certain nombre de facteurs de plus long terme devraient aussi stimuler la croissance de la productivité au fil du temps. Par exemple, plusieurs initiatives publiques importantes visant à améliorer la productivité, comme la réduction du taux d'imposition effectif du capital et la promotion du commerce international, ont été lancées ces dernières années. De leur côté, les entreprises (en particulier celles du secteur tertiaire) prendront probablement des mesures en vue de rapprocher le niveau de productivité global observé au Canada de celui constaté aux États-Unis. On peut raisonnablement penser que, sous l'effet conjugué de ces facteurs de court et de long terme, la croissance tendancielle de la productivité remontera progressivement à 1,2 % au cours des deux prochaines années.

Depuis trois ans, la population en âge de travailler a cru à un rythme qui a dépassé même le scénario démographique le plus optimiste de Statistique Canada. La croissance tendancielle du facteur travail devrait par conséquent demeurer relativement stable à environ 1,25 % par an jusqu'en 2011, au lieu de diminuer graduellement à partir de 2009 (Graphique B). On continue de prévoir qu'une hausse du pourcentage des travailleurs qui prendront leur retraite fera baisser le taux d'emploi global.

Pour établir le taux de croissance de la production potentielle, la Banque combine l'estimation des taux d'augmentation tendanciels de la productivité du travail et du facteur travail. Sur la base des chiffres présentés ci-dessus, elle estime que la production potentielle progressera de 2,3 % en 2008 et postule une hausse de 2,4 % en 2009 et de 2,5 % en 2010 et en 2011. Il convient de préciser qu'une marge d'incertitude importante entoure ces hypothèses.

Taux de croissance de la population en âge de travailler



* Pour l'année 2008, la population en âge de travailler selon l'Enquête sur la population active (EPA) a été calculée en complétant les données de janvier à septembre par une extrapolation pour les trois derniers mois fondée sur le taux de croissance mensuel moyen pour les neuf mois précédents.

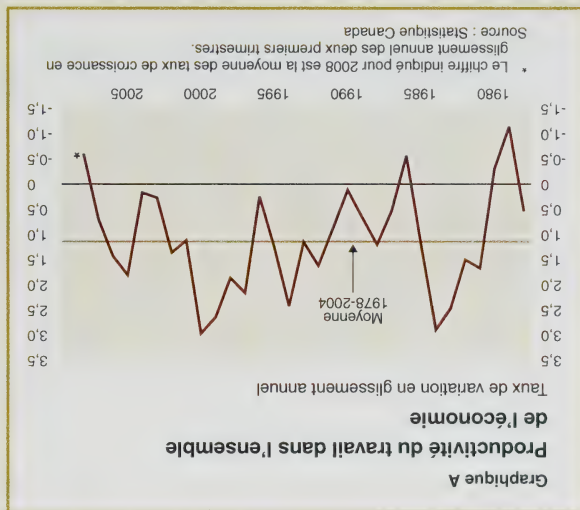
Source : Statistique Canada, Enquête sur la population active et les territoires, publication n° 91-520-XIF au catalogue.

Note technique 1 Nouvelle hypothèse concernant le taux de croissance tendanciel de la production potentielle

Tous les ans au mois d'octobre, après la publication durant l'été des révisions apportées aux estimations parues dans les comptes nationaux, la Banque réexamine l'hypothèse relative à la progression future de la production potentielle qui sous-tend son évaluation des perspectives économiques. La production potentielle désigne la quantité de biens et de services que peut générer l'économie de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes. Comme elle ne peut être directement observée, il faut l'estimer. À cette fin, la Banque utilise des variables observables telles que le taux d'activité, la croissance de la population et de la productivité ainsi que l'inflation des salaires et des prix et se sert des tendances qui ressortent de ces mesures pour établir sa projection du taux de croissance.

Depuis quelque temps déjà, la Banque met en avant le risque que le taux d'augmentation tendanciel de la production soit inférieur à celui pris pour hypothèse. Les données récentes concernant les deux éléments constitutifs de la production potentielle abondent en ce sens : le taux de croissance de la productivité du travail est demeuré plus faible que prévu, et cette faiblesse n'a été compensée qu'en partie par une progression du facteur travail plus forte qu'on ne s'y attendait.

De 1978 à 2004, période assez longue pour gommer les perturbations cycliques et les irrégularités, la productivité du travail a crû en moyenne de 1,2 % par an dans l'ensemble de l'économie. Récemment, ce taux semble avoir fléchi pour s'établir légèrement au-dessous de 1,0 % — notamment en raison de l'ampleur de l'ajustement structurel en cours dans l'économie et peut-être aussi du fait que, parce qu'elles appréhendaient un renforcement des tensions sur le marché du travail, les entreprises ont embauché de nouveaux travailleurs (Graphique A). Le taux d'augmentation de la productivité globale devrait se redresser à mesure que ces facteurs se dissipent. Un



dernières années. La hausse tendancielle plus faible qu'escompté de la productivité du travail n'a été que partiellement contrebalancée par celle plus forte que prévu du facteur travail. Après avoir examiné attentivement les perspectives d'évolution de la productivité et du facteur travail, la Banque estime maintenant que la production potentielle croîtra de 2,3 % en 2008, et elle postule une expansion tendancielle de la production potentielle de 2,4 % en 2009 et de 2,5 % en 2010 et 2011, soit des taux moins élevés que ceux pris pour hypothèse antérieurement (voir Note technique 1).¹ *à la baisse.*
potentielle ont été revues
future de la production
concernant l'expansion
... et les hypothèses

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Les indicateurs des pressions sur la capacité de l'économie divergent. Plusieurs semblent encore montrer que des pressions d'intensité modeste se sont exercées sur la capacité de production au troisième trimestre de 2008. Les répondants à l'enquête sur les perspectives des entreprises menée par la Banque cet automne continuent de faire état de tensions sur la capacité, particulièrement dans l'Ouest du Canada (Graphique 5). Le ratio de l'emploi à la population au troisième trimestre n'a reculé qu'un peu par rapport aux sommets historiques atteints en février et mars, tandis que le taux de chômage a légèrement dépassé le niveau le plus bas en 33 ans qu'il avait enregistré en octobre 2007 ainsi qu'en janvier et février 2008.

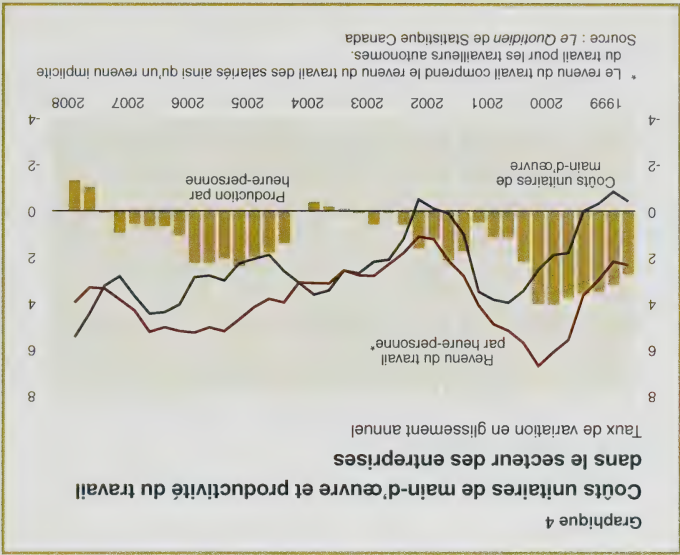
D'autres indicateurs donnent à penser qu'une offre excédentaire modeste est apparue dans l'économie canadienne au troisième trimestre de 2008. D'après la mesure de l'écart de production dont se sert habituellement la Banque, l'économie fonctionnait à un rythme d'environ 0,6 % inférieur à son potentiel au troisième trimestre de 2008 (Graphique 5).² La proportion des firmes ayant signalé des pénuries de main-d'œuvre lors de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises réalisée cet automne s'établissait quelque peu en dessous de la moyenne. Enfin, le taux de variation sur douze mois du salaire horaire moyen des employés permanents tiré des données de l'Enquête sur la population active de Statistique Canada a fléchi depuis le début de l'année (Graphique 6).

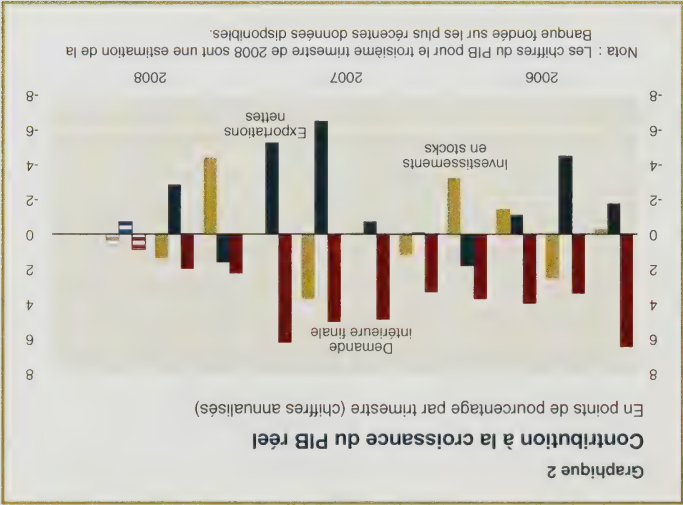
1. Dans les rapports précédents, la Banque postulait des taux de croissance de la production potentielle de 2,8 % en 2008, 2,7 % en 2009 et 2,6 % en 2010.
 2. Le niveau de l'offre excédentaire au troisième trimestre de 2008, estimé à l'aide de la mesure usuelle de la Banque, se rapproche de celui prévu dans la *Mise à jour* de juillet. La révision à la baisse du niveau de la production potentiellement contrebalancée par la légère réduction du niveau de la contraction du PIB réel au premier trimestre de 2008 a légèrement dépassé les premières estimations. La croissance s'est également révélée un peu plus faible qu'escompté au deuxième trimestre, et les prévisions de la Banque en ce qui concerne la croissance pour le troisième trimestre ont été revues à la baisse.

L'offre au Canada

Le risque d'une baisse de la croissance de la production potentielle dont il était question dans les livraisons précédentes du *Rapport* s'est matérialisé. Au premier semestre de 2008, la production potentielle a cru plus lentement qu'on ne l'avait estimé dans les livraisons précédentes du *Rapport* et de la *Mise à jour*, et elle devrait également progresser dans l'avenir immédiat à un rythme inférieur à celui pris pour hypothèse précédemment. L'atonie de l'offre peut s'expliquer par la faible augmentation de la productivité du travail. Dans le secteur des entreprises, celle-ci a effectivement reculé de 1,3 % entre le deuxième trimestre de 2007 et le deuxième trimestre de 2008 (Graphique 4). La croissance tendancielle de la productivité du travail (estimée selon la mesure usuelle de la Banque) s'est récemment approchée de 1,0 %, comparativement au taux de 1,5 % utilisé comme hypothèse dans les projections précédentes de la Banque. Si le ralentissement de l'expansion du PIB réel a sans aucun doute contribué à ce piètre résultat, c'est dans les secteurs aux prises avec d'importantes pénuries de main-d'œuvre, comme ceux de l'extraction minière, pétrolière et gazière et de la construction — qui ont dû recourir à des travailleurs moins qualifiés —, que les récentes baisses de la productivité ont été les plus évidentes. Ces secteurs sont également de ceux qui ont été les plus touchés par la montée tendancielle des prix des produits de base sur les marchés mondiaux ces

Au premier semestre de 2008, la production potentielle a cru plus lentement qu'on ne l'avait estimé dans les livraisons précédentes du Rapport...





de juillet, s'est chiffré en moyenne à 81 dollars E.-U. durant la période de dix jours terminée le 17 octobre 2008. Les cours du gaz naturel se sont aussi repliés sensiblement, par suite de la hausse de l'offre et de la réduction de la demande due aux températures estivales plutôt modérées enregistrées dans de nombreuses régions d'Amérique du Nord.

Les cours des produits de base non énergétiques, surtout ceux des métaux, ont également fléchi, répondant dans une large mesure à la détérioration des perspectives économiques mondiales. La baisse des prix des céréales et des oléagineux est attribuée à l'effet des conditions météorologiques favorables sur les récoltes.

La demande au Canada

La croissance de l'économie canadienne a brusquement ralenti cette année.

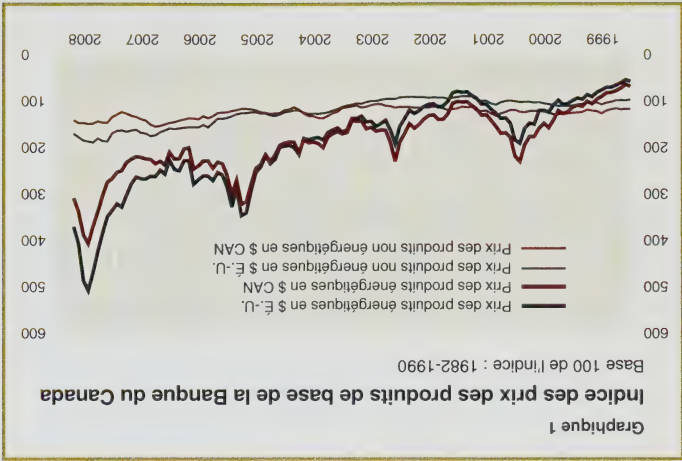
La croissance de l'économie canadienne a brusquement ralenti au second semestre de 2007. Le volume des exportations a chuté et l'expansion de la demande intérieure finale a nettement décéléré (Graphique 2). L'amélioration substantielle des termes de l'échange du Canada et les gains connexes au chapitre du revenu intérieur brut ont continué de soutenir la demande intérieure (Graphique 3). Toutefois, l'incertitude accrue relative à l'assombrissement des perspectives économiques mondiales, conjuguée à un certain resserrement des conditions du crédit, a tempéré les dépenses des ménages et des entreprises. En outre, les dépenses liées à la demande refoulée de logements et de certains biens de consommation durables semblent s'être achevées en grande partie à la fin de 2007. Les exportations ont poursuivi leur contraction en raison de la diminution des dépenses en automobiles et en machines et matériel aux États-Unis. En conséquence, le niveau du PIB a accusé un recul net au cours du premier semestre de 2008.

Selon les données disponibles pour le troisième trimestre de 2008, la hausse du PIB réel (en rythme annuel) se serait établie aux alentours de 0,8 %. Le taux d'expansion de la demande intérieure finale, notamment les dépenses de consommation, a probablement poursuivi sa décélération à cause du tassement de la croissance du revenu réel et de l'incertitude accrue liée à la crise des marchés financiers et à la détérioration des perspectives économiques aux États-Unis. On s'attend à ce que les exportations aient encore chuté.

yen et de l'euro, de même que par le fléchissement de la demande en provenance des principaux partenaires commerciaux. Les niveaux élevés des cours mondiaux du pétrole enregistrés pendant la majeure partie de 2007 et de 2008 ont également pesé sur les dépenses des ménages et des entreprises. En Europe, l'atonie de la demande intérieure a été accentuée par le durcissement des conditions du crédit et les corrections qui se sont opérées sur le marché du logement dans certains pays.

Dans les économies nouvellement industrialisées et à marché émergent, l'expansion s'est aussi modérée, en raison surtout du ralentissement de la demande extérieure. La croissance globale a néanmoins été soutenue par la forte demande intérieure dans ces pays, ceux-ci ayant jusqu'ici été touchés moins directement par les turbulences financières internationales. La cherté des produits de base au premier semestre de l'année a freiné la demande intérieure des pays importateurs de ces produits, mais a fait bondir les revenus et stimulé la demande intérieure des pays exportateurs de matières premières.

Les cours des matières premières, en particulier ceux de l'énergie, ont considérablement reculé depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet, ce qui est largement imputable à la diminution de la demande et à l'assombrissement des perspectives de croissance de l'économie mondiale (Graphique 1). Les prix de l'énergie ont été particulièrement volatils et demeurent relativement élevés par rapport à ce que l'on a connu par le passé. Le prix du baril de pétrole brut léger (West Texas Intermediate), qui avoisinait les 140 dollars E.-U. au moment de la publication de la *Mise à jour*



Les cours des produits de base ont considérablement reculé ces derniers mois.

2. LES FACTEURS RÉCENTS QUI INFLUENT SUR L'INFLATION AU CANADA

La conjoncture internationale

L'économie mondiale entre actuellement en légère récession. Cette évolution est attribuable en bonne partie aux bouleversements persistants sur les marchés financiers internationaux qui ont entraîné un durcissement des conditions du crédit, ainsi qu'à la flambée des cours des produits de base à l'échelle du globe au premier semestre de 2008. Le ralentissement a débuté aux États-Unis, où les problèmes liés au marché des prêts hypothécaires à risque de ce pays et la chute des prix des maisons se sont propagés plus largement à la consommation et à l'investissement. La croissance décelère en Europe et au Japon et, dans une moindre mesure, dans les pays émergents, à mesure que s'affaiblit l'incidence du resserrement des conditions du crédit de par le monde sur l'activité économique et l'effet de rétroaction négatif qui lui est associé. Jusqu'à récemment, l'inflation augmentait dans de nombreux pays, en particulier dans les économies à marche émergent, où les aliments constituent un élément important du panier de consommation. Vu le repli marqué des cours mondiaux de l'énergie et des aliments observé récemment, la hausse des prix à la consommation sur le plan international a vraisemblablement culminé durant le troisième trimestre.

Bien que, au deuxième trimestre de 2008, la croissance économique aux États-Unis ait dépassé les prévisions — l'incidence du programme de relance budgétaire du gouvernement américain s'étant fait sentir plus tôt qu'on ne s'y attendait —, l'activité semble maintenant ralentir beaucoup plus rapidement qu'espéré. La forte correction en cours dans le secteur du logement exerce encore un effet modérateur considérable sur la croissance, du fait que les stocks excédentaires, l'accessibilité réduite aux crédits hypothécaires et le durcissement des critères d'octroi de prêts continuent d'inhiber les investissements dans le logement. La consommation des ménages s'avère elle aussi anémique à cause du resserrement des conditions du crédit, de la chute des prix de l'immobilier et des cours boursiers, du recul de l'emploi ainsi que des prix élevés de l'énergie et des aliments. Face à la faiblesse de la demande intérieure, à l'incertitude accrue entourant les perspectives et aux conditions défavorables du crédit, les investissements des entreprises stagnent.

Selon les indicateurs récents, la croissance du PIB réel tombe-rait au point mort au Japon et en Europe au second semestre de 2008. Les exportations ont été bridées par l'appréciation passée du

*L'économie mondiale
entre actuellement en
légère récession.*

*Les stocks excédentaires
dans le secteur du loge-
ment, l'accessibilité
réduite aux crédits hypo-
thécaires et le durcisse-
ment des critères d'octroi
de prêts continuent
d'inhiber les investisse-
ments dans le logement
aux États-Unis.*

En octobre, la Banque a abaissé son taux directeur de 50 points de base le 8 octobre, prenant ainsi part à une action concertée avec d'autres grandes banques centrales. Cette mesure exceptionnelle, conjuguée à une diminution de 25 points de base le 21 octobre, porte la réduction cumulative de la cible pour le taux du financement à un jour à 75 points de base depuis la dernière date d'annonce préalable de la Banque. Ces actions procureront un soutien important et à point nommé à l'économie canadienne. La baisse cumulative du taux directeur de la Banque depuis le début de décembre 2007 se chiffre maintenant à 225 points de base. À la lumière des nouvelles perspectives, il faudra probablement encore augmenter le degré de détente monétaire pour atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme.

La Banque estime que les risques liés à son scénario de référence révisé au sujet de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés. Ce scénario tient compte maintenant de l'intensification récente de la crise financière internationale, d'une légère récession à l'échelle du globe et des diverses actions menées pour dénouer la crise. L'évolution de la crise financière, son incidence sur l'économie mondiale et le temps nécessaire pour que se fassent sentir les effets des diverses mesures extraordinaires prises pour y remédier font peser des risques majeurs, tant à la hausse qu'à la baisse, sur la projection liée à l'inflation.

L'échange du pays et ralentira la progression de la demande intérieure, entraînera aussi une dégradation des perspectives. Le resserrement considérable des conditions du crédit au Canada ces dernières semaines freinera les investissements des entreprises et les investissements dans le secteur du logement. En conséquence, l'activité économique au Canada devrait rester anémique jusqu'à la fin du premier trimestre de 2009, puis s'accélérer durant le reste de l'année et dépasser la croissance du potentiel en 2010, à la faveur de l'amélioration des conditions du crédit, des effets retardés des mesures de politique monétaire et du raffermissement de l'expansion à l'échelle du globe. La dépréciation importante du dollar canadien survenue récemment contribuera également à compenser de façon notable les effets de l'affaiblissement de la demande mondiale et du recul des cours des produits de base. Dans l'ensemble, la Banque projette une croissance annuelle moyenne du PIB réel de 0,6 % en 2008 et 2009 et de 3,4 % en 2010.

La croissance de la production potentielle a été plus lente que ce à quoi on s'attendait précédemment, en raison d'une faible progression de la productivité, qui n'a été que partiellement compensée par une hausse plus marquée qu'espérée de l'offre de main-d'œuvre. La Banque a corrigé à la baisse son estimation du rythme d'expansion de la production potentielle à 2,3 % en 2008, et envisage un passage graduel à 2,5 % d'ici 2010.

On juge qu'une légère offre excédentaire est apparue dans l'économie canadienne au troisième trimestre de 2008. Cette offre excédentaire devrait augmenter jusqu'à la fin de 2009, et on ne s'attend pas à ce qu'elle soit entièrement éliminée avant le début de 2011. Compte tenu des capacités inutilisées grandissantes dans l'économie et de la diminution attendue des prix des produits de base, les pressions inflationnistes au Canada devraient s'atténuer considérablement par rapport à ce qui était avancé dans la *Mise à jour* de juillet. Le taux d'accroissement de l'indice de référence devrait demeurer sous les 2 % jusqu'à la fin de 2010. Dans l'hypothèse où les cours du pétrole fluctuent à l'intérieur d'une fourchette allant de 81 à 88 \$ E.-U. le baril, ce qui est conforme aux cours récents des contrats à terme, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait culminer au troisième trimestre de 2008 et glisser sous 1 % au milieu de 2009, avant de retourner à la cible de 2 % d'ici la fin de 2010.

1. VUE D'ENSEMBLE

Trois grands facteurs mondiaux interreliés exercent une influence marquée sur l'économie canadienne et rendent les perspectives plus incertaines qu'au moment de la publication de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire* en juillet. D'abord et avant tout, l'intensification de la crise financière internationale ces dernières semaines s'est traduite par de graves tensions sur les marchés mondiaux de la monnaie et du crédit ainsi que par des chutes brutales et une extrême volatilité sur les marchés boursiers à l'échelle du globe. La nécessité connexe pour le secteur bancaire mondial de continuer à réduire son ratio de levier financier contribuera à restreindre la croissance pendant un certain temps. Ensuite, de plus en plus d'indices montrent que l'économie mondiale se dirige vers une légère récession, provoquée par une économie américaine elle-même déjà en récession et qui ne devrait connaître qu'une reprise modeste au cours de 2009. Enfin, les prix de nombreux produits de base ont fortement reculé depuis la parution de la *Mise à jour*. Ces facteurs ont eu pour effet de réduire les pressions inflationnistes dans le monde.

Face à la crise financière internationale, les décideurs publics de grandes économies ont pris plusieurs mesures extraordinaires afin d'assurer un apport en liquidités aux marchés, de reconstituer le capital de leur secteur bancaire et de rétablir les flux de crédit. Conformément au plan d'action des pays membres du G7, ces initiatives ont diminué le risque d'une nette aggravation de la situation au sein du système financier mondial, et l'économie du Canada et son système financier robuste en profiteront directement. Quoi qu'il en soit, la réduction du ratio de levier financier du système financier mondial ne se fera pas du jour au lendemain et se traduira par un resserrément des conditions du crédit plus important et persistant que ce à quoi on s'attendait en juillet.

Compte tenu de cette évolution, la projection concernant l'économie canadienne pour 2008 et 2009 a été fortement révisée à la baisse. Toutefois, l'incertitude entourant le scénario de référence de la Banque en ce qui a trait à la croissance et à l'inflation au Canada est beaucoup plus grande qu'à la normale étant donné l'agitation qui règne sur les marchés financiers internationaux et la décelération rapide de la croissance mondiale. L'assombrissement des perspectives d'évolution de la demande à l'échelle du globe accentuera l'effet modérateur qu'exercent actuellement les exportations sur l'économie canadienne. La baisse des prix des produits de base, qui donnera lieu à une détérioration des termes de

TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble	5
2. Les facteurs récents qui influent sur l'inflation au Canada.....	8
La conjoncture internationale	8
La demande au Canada.....	10
L'offre au Canada	12
L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie	13
L'inflation et la cible de 2 %.....	17
3. L'évolution financière.....	20
Les conditions sur les marchés financiers mondiaux	20
Initiatives récentes des pouvoirs publics	20
Les conditions du crédit au Canada.....	23
Les taux de change.....	25
4. Les perspectives.....	27
La conjoncture internationale	27
La demande et l'offre globales au Canada.....	30
La projection en matière d'inflation	35
Les risques entourant la projection.....	36
Notes techniques	
1. Nouvelle hypothèse concernant le taux de croissance tendanciel	
de la production potentielle	14
2. Le secteur canadien du logement	33

L'économie mondiale traverse actuellement une période difficile. [...] plusieurs dogmes financiers ont été ébranlés. [...] Il y a toutefois une constante sur laquelle les Canadiens peuvent compter. La Banque s'attachera à poursuivre sans relâche ses efforts afin d'accomplir le mandat qui lui a été confié sur le plan de la politique monétaire, à savoir maintenir l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible. [...] C'est encore de cette manière que la politique monétaire peut le mieux contribuer à une croissance soutenue.

Mark Carney

*Gouverneur, Banque du Canada
25 septembre 2008*

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Octobre 2008 —

*Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada,
composé de Mark Carney, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay,
David Longworth et John Murray.*

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

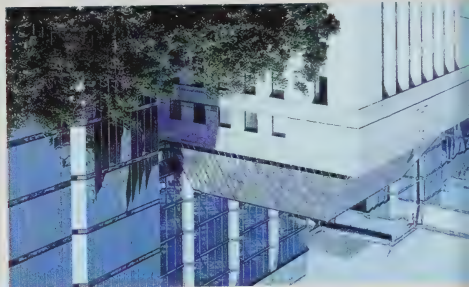
- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.
- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme les fruits et l'essence, et les impôts indirects sur les autres composantes. C'est pourquoi la Banque utilise, comme les fruits et l'essence, et les impôts indirects sur les autres composantes. C'est pourquoi la Banque utilise, comme les fruits et l'essence, et les impôts indirects sur les autres composantes. C'est pourquoi la Banque utilise, comme les fruits et l'essence, et les impôts indirects sur les autres composantes.

Le suivi de l'inflation

* Voir à ce sujet la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », le communiqué émis le 23 novembre 2006 et la note d'information publiée le même jour. Ces trois documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2008





Monetary Policy Report Summary

October 2008

*This is a summary of the Monetary Policy Report of the Governing Council of the Bank of Canada.
The Report is based on information received up to the fixed announcement date on 21 October 2008.*

Overview

Three major interrelated global developments are having a profound impact on the Canadian economy and making the outlook more uncertain than it was at the time of the July *Monetary Policy Report Update*. First and foremost, the intensification of the global financial crisis in recent weeks has been reflected in severe strains in global money and credit markets and sharp falls and extreme volatility in global equity markets. The associated need for the global banking sector to continue to reduce leverage will restrain growth for some time. Second, there is growing evidence that the global economy is heading into a mild recession, led by a U.S. economy that is already in recession and expected to pick up only modestly through 2009. Third, there have been sharp declines in the prices of many commodities since the July *Update*. These developments have reduced inflationary pressures globally.

In response to the global financial crisis, policy-makers in major economies have taken several extraordinary actions to provide liquidity to markets, recapitalize their banking sectors, and restore credit flows. In line with the G7 Plan of Action, these initiatives have reduced the risk of a significantly worse outcome for the global financial system, and Canada's

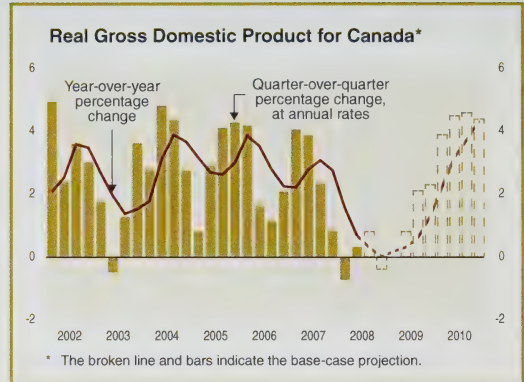
Highlights

- Tighter credit conditions, weaker external demand, and sharply weaker commodity prices have lowered the outlook for Canadian growth and inflation.
- Growth in Canada will be sluggish through the first quarter of next year, then pick up over the rest of 2009 and accelerate to above-potential growth in 2010.
- Total CPI inflation is projected to fall below 1 per cent in mid-2009 before rising to 2 per cent by the end of 2010. Core inflation will remain below 2 per cent until the end of 2010.
- Policy-makers in major countries have taken bold actions to address the financial crisis and its effects on the economy. Canada's economy and strong financial system will benefit directly from these actions.
- The policy rate has been lowered by a total of 75 basis points this month, 225 basis points since the beginning of December 2007. Some further monetary stimulus will likely be required to achieve the 2 per cent inflation target over the medium term.
- The risks around the revised base-case projection for inflation are judged to be roughly balanced, but the outlook is subject to greater uncertainty than usual.

economy and strong financial system will benefit directly. Nonetheless, the deleveraging of the global financial system will take some time to complete, and will involve a larger and more persistent tightening of credit conditions than was assumed in July.

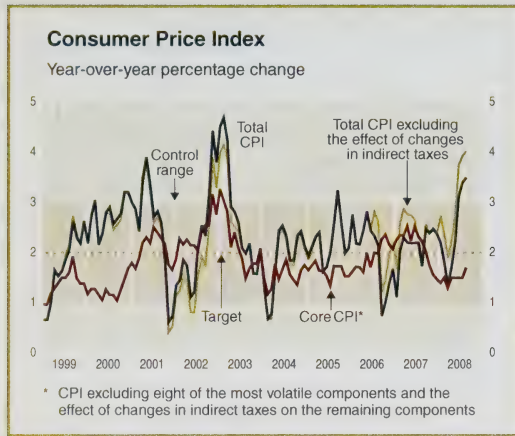
Given these developments, the projection for the Canadian economy has been revised down considerably for 2008 and 2009. However, uncertainty around the Bank's base-case projection for growth and inflation in Canada is much greater than normal, given the unsettled conditions in global financial markets and the rapid deceleration of global growth. The weaker outlook for global demand will increase the drag on the Canadian economy coming from exports. Lower commodity prices will also dampen the outlook, working through a deterioration in Canada's terms of trade to moderate domestic demand growth. The marked tightening in Canadian credit conditions in recent weeks will restrain business and housing investment. As a result, economic activity in Canada is projected to remain sluggish through the first quarter of next year, then to pick up over the rest of 2009 and to accelerate to above-potential growth in 2010, supported by improving credit conditions, the lagged effects of monetary policy actions, and stronger global growth. The recent sizeable depreciation of the Canadian dollar will also provide an important offset to the effects of weaker global demand and lower commodity prices. Overall, the Bank projects average annual growth in real GDP of 0.6 per cent in 2008 and 2009, rising to 3.4 per cent in 2010.

The growth of potential output has been slower than previously anticipated, owing to anemic productivity growth that has been only partially offset by a larger-than-expected increase in the supply of labour. The Bank has lowered its estimate for the growth of potential output to 2.3 per cent in 2008, and assumes a gradual rise to 2.5 per cent by 2010.



The Canadian economy is judged to have moved into slight excess supply in the third quarter of 2008. This excess supply is expected to build through to the end of 2009, and is not projected to be fully eliminated until the start of 2011. With growing slack in the economy, and a lower assumed path for commodity prices, inflation pressures in Canada are projected to ease significantly relative to the July *Update*. Core inflation is projected to remain below 2 per cent until the end of 2010. Assuming oil prices in a range of US\$81 to US\$88 per barrel, consistent with recent futures prices, total CPI inflation should peak in the third quarter of 2008, and is projected to fall below 1 per cent in mid-2009 before returning to the 2 per cent target by the end of 2010.

In light of diminished inflationary pressures, the Bank of Canada lowered its policy interest rate by 50 basis points on 8 October, acting in concert with other major central banks. This extraordinary action, together with a 25-basis-point reduction on 21 October, brings the cumulative reduction in the target for the overnight rate to 75 basis points since the Bank's last fixed announcement date. These actions provide timely and significant support to the Canadian economy. The cumulative reduction in the Bank's policy rate since the beginning of



December 2007 is now 225 basis points. In line with the new outlook, some further monetary stimulus will likely be required to achieve the 2 per cent inflation target over the medium term.

The Bank judges that the risks are roughly balanced around its revised base-case projection for inflation in Canada—a base case that now incorporates the recent intensification of the global financial crisis, a mild global recession, and the measures that have been taken to resolve the crisis. The evolution of the financial crisis, its impact on the global economy, and the timing of the effect of the various extraordinary measures being taken to address it pose significant risks to the inflation projection on both the upside and the downside.

Recent Developments

The global economy is entering into a mild recession, owing largely to tighter credit conditions related to ongoing dislocations in global financial markets and the lagged effect of past increases in commodity prices. The slowdown which originated in the United States is now being felt across

industrial countries and, to a lesser extent, in emerging markets. While U.S. economic growth was stronger than expected in the first half of the year, more recently the economy has decelerated much more rapidly than expected, and is now judged to be in recession. The slowing global growth has led to a sharp decline in the prices of many commodities, especially energy products, and these prices remain volatile.

Canadian economic growth has slowed abruptly this year as export volumes fell and final domestic demand decelerated noticeably. Spending related to pent-up demand for houses and some durables appears to have been largely completed. The level of real GDP declined over the first half of 2008, and available data suggest that real GDP grew at an annual rate of 0.8 per cent in the third quarter.

Indicators of capacity pressures are mixed. Overall, the Governing Council judges that the economy moved into slight excess supply in the third quarter of 2008.

The core rate of inflation edged up to 1.7 per cent in August, due mainly to the effect of higher food prices. Total inflation rose to 3.5 per cent in August, reflecting the additional impact of higher crude oil prices. The Bank judges that inflation expectations over the policy horizon are well anchored on the 2 per cent inflation target.

Financial Developments

The global financial turmoil that began in the summer of 2007 has become the deepest, broadest, and most persistent financial crisis in decades. Liquidity has contracted sharply as risk aversion has risen abruptly, and credit spreads have reached unprecedented levels. The growing difficulty of raising capital and credit, the increased cost of borrowing, and the related effects on confidence are all contributing to the global economic slowdown. In response,

governments and central banks in major countries have taken extraordinary steps to stabilize the financial system and limit further negative feedback into the real economy. The G7 Plan of Action, announced on 10 October, provides an important foundation for stabilizing markets and restoring credit flows.

Despite the healthy position of Canadian financial institutions, the global financial crisis has led to a substantial tightening of credit conditions in Canada. Borrowing spreads for financial and non-financial firms have risen sharply since the July *Update*, and access to credit has become severely impaired. Borrowing spreads are also higher for households, but there is little indication so far that non-price conditions are being tightened. Growth in household credit is expected to moderate as housing prices decline modestly and real income growth decelerates.

The Canadian dollar has depreciated sharply in recent weeks, reflecting a substantial pullback in commodity prices, the weaker outlook for the Canadian economy, and portfolio adjustments resulting from financial dislocations.

Prospects for Growth and Inflation

The Bank's base-case projection for Canadian growth and inflation assumes that the Canadian dollar will average 85 cents U.S., close to its current level, that energy prices will evolve in a manner consistent with recent prices in futures markets, that the G7 Plan of Action will stabilize global financial markets, and that credit conditions in Canada will gradually improve over time. The global economy is projected to grow by less than 3 per cent in 2009—a pace that most economists would term recessionary—owing largely to tighter credit conditions that are more persistent and

Summary of the Base-Case Projection^a

	2008				2009		2010
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change) ^b	-0.8 (-0.3)	0.3 (0.8)	0.8 (1.3)	-0.4 (1.8)	0.4 (2.8)	2.2 (3.2)	4.4 (3.4)
Real GDP (year-over-year percentage change)	1.6 (1.7)	0.7 (0.9)	0.3 (0.6)	0 (0.9)	0.2 (1.9)	1.0 (2.8)	3.4 (3.3)
Core inflation (year-over-year percentage change)	1.4 (1.4)	1.5 (1.5)	1.6 (1.5)	1.8 (1.8)	1.7 (1.9)	1.6 (2.0)	1.9 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	1.8 (1.8)	2.3 (2.2)	3.4 (3.8)	2.6 (4.1)	1.7 (3.6)	1.0 (2.0)	1.9 (2.0)
WTI ^c (level)	98 (98)	124 (124)	119 (141)	82 (142)	82 (143)	84 (142)	87 (141)

a. Numbers in parentheses are from the July *Monetary Policy Report Update*.

b. For half and full years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.

c. Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 17 October 2008.

more pervasive across countries than assumed earlier this year. The weaker outlook for global growth means that the assumed path for commodity prices is also lower than before.

These global developments have weakened the near-term outlook for the Canadian economy. As a result, the Bank's base-case projection for the Canadian economy is considerably lower in the second half of 2008 and through 2009 than the projection in the July *Update*. On an average annual basis, the economy is projected to grow by 0.6 per cent in both 2008 and 2009, and by 3.4 per cent in 2010. Export volumes are projected to fall further, but with imports expected to grow more slowly, the drag from net exports will be smaller than projected in July. Growth in final domestic demand is expected

to be subdued until late 2009, reflecting lower projected real income growth related to the recent reversal in commodity prices and the slowdown in housing investment. Business investment is also expected to decrease on account of slowing global growth, tight credit conditions, and a high level of uncertainty.

Below-potential growth will result in increased excess supply in the economy through 2009. But with a return to more normal financial conditions and with the stimulus provided by accommodative monetary policy, business and household spending should strengthen further in 2010. Exports are also expected to increase in 2010 as the U.S. economy recovers. Economic slack is projected to start being absorbed in 2010, such that the economy returns to full capacity early in 2011.

Despite the earlier reductions in automobile prices falling out of the year-over-year calculations, there will be downward

pressure on core inflation coming from the presence of excess supply in the economy and modest reductions in housing prices. Accordingly, core inflation is projected to decline from 1.8 per cent in the fourth quarter of this year to 1.5 per cent in mid-2009. As excess supply diminishes, and with some upward pressure expected from import prices, core inflation should return to 2 per cent by the end of 2010.

The outlook for total CPI inflation has been lowered, largely reflecting the decline in energy prices. With the price of crude oil assumed to follow the path indicated by recent futures prices, total inflation is projected to fall below 1 per cent in mid-2009. With inflation expectations well anchored and with aggregate supply and demand returning to balance, total inflation is expected to return to the 2 per cent target towards the end of 2010.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: 613 782-8248; toll free in North America: 1 877 782-8248;
email: publications@bankofcanada.ca; or visit our website: www.bankofcanada.ca

Bank of Canada Regional Offices

Atlantic Provinces

1583 Hollis Street, 5th Floor
Halifax, Nova Scotia B3J 1V4
David Amirault, *Senior Regional Representative (Economics)*
Monique LeBlanc, *Senior Regional Representative (Currency)*

Quebec

1501 McGill College Avenue,
Suite 2030
Montréal, Quebec H3A 3M8
Thérèse Laflèche, *Senior Regional Representative (Economics)*
Phuong Anh Ho Huu, *Senior Regional Representative (Currency)*

Ontario

150 King Street West, 20th Floor,
Suite 2000
Toronto, Ontario M5H 1J9
Jane Voll, *Senior Regional Representative (Economics)*
Manuel Parreira, *Senior Regional Representative (Currency)*

Prairie Provinces, Nunavut, and Northwest Territories

404 – 6th Avenue SW, Suite 200
Calgary, Alberta T2P 0R9
Mark Illing, *Senior Regional Representative (Economics)*
Ted Mieszkalski, *Senior Regional Representative (Currency)*

British Columbia and Yukon

200 Granville Street, Suite 2710
Vancouver, British Columbia V6C 1S4
Farid Novin, *Senior Regional Representative (Economics)*
Lori Rennison, *Senior Regional Representative (Economics)*
Trevor Frers, *Senior Regional Representative (Currency)*

New York Office

Canadian Consulate General
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020–1175 U.S.A.
Zahir Lalani, *Consul and Senior Representative for the Bank of Canada*

For Further Information about the Bank of Canada

Publications

Monetary Policy Report and Updates

A detailed summary of the Bank's policies and strategies, as well as a look at the current economic climate and its implications for inflation. *Reports* published in April and October; *Updates* published in January and July. Without charge.

Business Outlook Survey and Senior Loan Officer Survey

Published quarterly. Without charge.

Financial System Review

Brings together the Bank's research, analyses, and judgments on various issues and developments concerning the financial system. Published semi-annually. Without charge.

Bank of Canada Review

A quarterly publication that contains economic commentary and feature articles. By subscription.

Bank of Canada Banking and Financial Statistics

A comprehensive package of Canadian data. Published monthly on the Bank's website.

Weekly Financial Statistics

A 20-page package of banking and money market statistics. Published weekly on the Bank's website.

For information about these and other publications, contact:

Publications Distribution,
234 Wellington Street, Ottawa, K1A 0G9

Telephone: 613 782-8248
Toll free in North America: 1 877 782-8248
Fax: 613 782-8874
Email: publications@bankofcanada.ca

Internet

<http://www.bankofcanada.ca>
Provides timely access to press releases, speeches by the Governor, most of our major publications, and current financial data.

Public Information

For general information on the role and functions of the Bank, contact our Public Information Office.

Telephone: 1 800 303-1282
Fax: 613 782-7713
Email: info@bankofcanada.ca

For information on unclaimed balances:

Telephone: 1 888 891-6398
Fax: 613 782-7802
Email ucbalances@bankofcanada.ca

Bureaux régionaux de la Banque du Canada

Colombie-Britannique et Yukon

200, rue Granville, bureau 2710
Vancouver (Colombie-Britannique)
V6C 1S4
Farid Novin, représentant
principal (Analyse économique)
Lori Rennison, représentante
principale (Analyse économique)
Trevor Frers, représentant
principal (Monnaie)

Bureau de New York

Consul général du Canada
1251 Avenue of the Americas
New York, NY 10020-1175
États-Unis
Zahir Lalani, consul et représentant
principal de la Banque du Canada

Provinces des Prairies, Nunavut
et Territoires du Nord-Ouest

404-6th Avenue SW, bureau 200
Calgary (Alberta) T2P 0R9
Mark Illing, représentant
principal (Analyse économique)
Ted Mieszkalski, représentant
principal (Monnaie)

Provinces de l'Atlantique

1583, rue Hollis, 5^e étage
Halifax (Nouvelle-Écosse) B3J 1V4
David Arnault, représentant principal
(Analyse économique)
Monique LeBlanc, représentante
principale (Monnaie)

Québec

1501, avenue McGill College,
bureau 2030
Montréal (Québec) H3A 3M8
Thérèse Lafliche, représentante
principale (Analyse économique)
Phuong Anh Ho Huu, représentante
principale (Monnaie)

Publications

Rapport sur la politique monétaire et Mise à jour

Compte rendu détaillé de la politique et des stratégies de la Banque du Canada et analyse de la conjoncture économique et de son incidence sur l'inflation. Le Rapport paraît en avril et en octobre; la Mise à jour, en janvier et en juillet.

Publications gratuites.

Enquête sur les perspectives des entreprises et Enquête auprès des responsables du crédit

Publications trimestrielles gratuites

Revue du système financier

Publication semestrielle qui rassemble les recherches, les analyses et les opinions de la Banque du Canada sur diverses questions concernant le système financier. Publication gratuite.

Revue de la Banque du Canada

Publication trimestrielle contenant des commentaires de nature économique et des articles de fond. Sur abonnement.

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada

Recueil complet de données financières se rapportant au Canada publié tous les mois dans le site Web de la Banque.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières

Recueil de 20 pages de statistiques sur les banques et le marché monétaire publié toutes les semaines dans le site Web de la Banque.

Pour de plus amples renseignements sur la Banque du Canada

Pour obtenir des renseignements sur les publications de la Banque, s'adresser au :

Service de la diffusion des publications
234, rue Wellington, Ottawa K1A 0G9
Téléphone : 613 782-8248;
Numéro sans frais en Amérique du Nord : 1 877 782-8248
Télécopieur : 613 782-8874

Adresse électronique : publications@banqueducanada.ca

Internet

http://www.banqueducanada.ca

Accès rapide aux communiqués et aux allocutions du gouverneur, aux principales publications de la Banque ainsi qu'à des données financières à jour

Information publique

Pour obtenir des renseignements d'ordre général sur le rôle et les fonctions de la Banque, communiquer avec le Service d'information publique :

Téléphone : 1 800 303-1282
Télécopieur : 613 782-7713
Adresse électronique : info@banqueducanada.ca

Pour se renseigner sur les soldes non réclamés :

Téléphone : 1 888 891-6398
Télécopieur : 613 782-7802
Adresse électronique : soldesnrn@banqueducanada.ca

Résumé des projections selon le scénario de référence ^a									
	2008			2009			2010		
	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.			
PIB réel (taux de croissance trimestriels annualisés) ^b	-0,8	0,3	0,8	-0,4	0,4	2,2	4,4		
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	(1,7)	(0,9)	(0,6)	(0,9)	(1,9)	(2,8)	(3,3)		
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	1,4	1,5	1,6	1,8	1,7	1,6	1,9		
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	(1,4)	(1,5)	(1,5)	(1,8)	(1,9)	(2,0)	(2,0)		
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	1,8	2,3	3,4	2,6	1,7	1,0	1,9		
WTI ^c (niveau)	98 (98)	124 (124)	119 (141)	82 (142)	82 (143)	84 (142)	87 (141)		

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour de juillet du Rapport sur la politique monétaire*.
b. Dans le cas des semestres et des années complètes, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.
c. L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediat (en \$: L, le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 17 octobre 2008.

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada est publié en avril et en octobre. Des mises à jour complètes, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9. Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais en Amérique du Nord : 1 877 782-8248. Adresse électronique : publications@banqueducanada.ca; site Web : www.banqueducanada.ca

Les perspectives en matière de croissance et d'inflation

Le dollar canadien s'est fortement déprécié ces dernières semaines, sous l'effet de la baisse substantielle des cours des produits de base, de l'assombrissement des perspectives de l'économie canadienne et des réaménagements de portefeuilles découlant des perturbations financières.

Le scénario de référence de la Banque concernant la croissance et l'inflation au Canada prend pour hypothèses que le taux de change du dollar canadien s'établira, en moyenne, à 85 cents U.-L., c'est-à-dire près de son niveau actuel, que l'évolution des prix de l'énergie sera conforme aux cours récents des contrats à terme, que le plan d'action des pays du G7 stabilisera les marchés financiers mondiaux et que les conditions du crédit au Canada se redresseront progressivement avec le temps. On prévoit que le rythme d'expansion de l'économie mondiale sera inférieur à 3 % en 2009 — un niveau que la plupart des économistes considèrent comme étant caractéristique d'une récession —, ce qui est principalement imputable au fait que les conditions tendues du crédit sont plus persistantes et se propagent davantage à l'échelle internationale qu'on ne l'envisageait au début de l'année. La détérioration des perspectives concernant la croissance à l'échelle du globe implique que les prix des produits de base évolueront également en deçà des prévisions antérieures.

Ces évolutions à l'échelle mondiale ont obscurci les perspectives à court terme de l'économie canadienne. Par conséquent, les prévisions de la Banque au sujet de l'économie du pays au deuxième semestre de 2008 et en 2009 ont été fortement revues à la baisse par rapport à la *Mise à jour* de juillet. On s'attend à ce que, en moyenne annuelle, l'économie enregistre une croissance de 0,6 % en 2008 et de 3,4 % en 2010. Le volume des exportations devrait poursuivre sa baisse, mais comme la progression des importations est appelée à diminuer, l'effet modérateur exercé par les exportations nettes sera plus faible que ce que l'on

L'inflation mesurée par l'indice de référence a augmenté légèrement, pour atteindre 1,7 % en août, en raison principalement de l'effet du renchérissement des aliments. L'inflation mesurée par l'IPC global est montée à 3,5 % en août, ce qui reflète l'influence additionnelle de la hausse des cours du pétrole brut. La Banque estime que les attentes d'inflation à l'horizon visé sont bien arrêtées à la cible de 2 %.

L'évolution financière

La tourmente financière internationale qui a débuté à l'été 2007 s'est transformée en une crise financière d'une gravité, d'une ampleur et d'une persistance inégalées depuis des décennies. La liquidité s'est fortement érodée, le degré d'aversion pour le risque ayant augmenté de façon abrupte et les écarts de l'actif ayant atteint des niveaux records. Les problèmes croissants de mobilisation de capitaux et de crédit, la hausse du coût des emprunts et leurs effets sur la confiance contribuent tous au ralentissement de l'économie mondiale. Les gouvernements et les banques centrales de grands pays ont réagi en prenant des mesures extraordinaires afin de stabiliser le système financier et de limiter les répercussions négatives sur l'économie réelle. Le plan d'action des pays du G7, annoncé le 10 octobre, fournit une assise importante permettant de stabiliser les marchés et de rétablir les flux de crédit.

En dépit de la bonne santé des institutions financières canadiennes, la crise financière mondiale a donné lieu à un net resserrement des conditions du crédit au pays. Les écarts de taux d'emprunt aux-quelques sont confrontées les entreprises financières et non financières ont bondi depuis la publication de la *Mise à jour* de juillet, et l'accès au crédit est maintenant grandement limité. Les écarts de taux de prêts aux emprunts des ménages ont aussi monté mais, jusqu'ici, il ne semble guère que les autres conditions de prêt se durcissent. L'expansion du crédit aux ménages devrait décélérer, compte tenu d'un repli modeste ment de la progression des revenus réels.

L'évolution de la crise financière, son incidence sur l'économie mondiale et le temps nécessaire pour que se fassent sentir les effets des diverses mesures extraordinaires prises pour y remédier font peser des risques majeurs, tant à la hausse qu'à la baisse, sur la projection liée à l'inflation.

L'évolution récente

L'économie mondiale entre actuellement en légère récession, ce qui est attribuable en bonne partie au durcissement des conditions du crédit découlant des bouleversements persistants sur les marchés financiers internationaux ainsi qu'à l'effet retardé des hausses antérieures des cours des produits de base. Le ralentissement, qui a débuté aux États-Unis, se fait maintenant sentir dans les pays industriels et, dans une moindre mesure, dans les pays émergents. Bien que l'économie américaine ait connu une croissance supérieure aux prévisions au premier semestre de l'année, plus récemment, son rythme s'est modéré beaucoup plus rapidement qu'espéré, et on considère maintenant qu'elle est en récession. Le ralentissement de l'économie mondiale s'est traduit par un fléchissement considérable des cours d'un grand nombre de matières premières, en particulier ceux de l'énergie, et ces cours demeurent volatils.

La croissance de l'économie canadienne a brusquement ralenti cette année, sous l'effet de la chute du volume des exportations et de la nette décélération de la demande intérieure finale. Les dépenses liées à la demande refoulée de logements et de certains biens durables semblent s'être achevées en grande partie. Le niveau du PIB réel a reculé au cours du premier semestre de 2008 et, selon les données disponibles, la hausse du PIB réel, en rythme annuel, se serait établie à 0,8 % au troisième trimestre.

Les indicateurs des pressions sur la capacité de l'économie sont variables. Le Conseil de direction est d'avis que, dans l'ensemble, une légère offre excédentaire est apparue au sein de l'économie au troisième trimestre de 2008.



de 2008 et glisser sous 1 % au milieu de 2009, avant de retourner à la cible de 2 % d'ici la fin de 2010.

Face à la diminution des pressions inflationnistes, la Banque du Canada a abaissé son taux directeur de 50 points de base le 8 octobre, prenant ainsi part à une action concertée avec d'autres grandes banques centrales. Cette mesure exceptionnelle, conjuguée à une diminution de 25 points de base le 21 octobre, porte la réduction cumulative de la cible pour le taux du financement à un jour à 75 points de base depuis la dernière date d'annonce de la Banque. Ces actions procurent un soutien important et à point nommé à l'économie canadienne. La baisse cumulative du taux directeur de la Banque depuis le début de décembre 2007 se chiffre maintenant à 225 points de base. À la lumière des nouvelles perspectives, il faudra probablement encore augmenter le degré de détente monétaire pour atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme.

La Banque estime que les risques liés à son scénario de référence révisé au sujet de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés. Ce scénario tient maintenant compte de l'intensification récente de la crise financière internationale, d'une légère récession à l'échelle du globe et des diverses actions menées pour dénouer la crise.



Rapport sur la politique monétaire

Sommaire

Octobre 2008

Le présent document renferme une synthèse du Rapport sur la politique monétaire préparé par le Conseil de direction de la Banque du Canada. Il se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préalable du 21 octobre 2008.

Vue d'ensemble

Trois grands facteurs mondiaux inter-reliés exercent une influence marquée sur l'économie canadienne et rendent les perspectives plus incertaines qu'au moment de la publication de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire* en juillet. D'abord, l'intensification de la crise financière internationale ces dernières semaines s'est traduite par de graves tensions sur les marchés mondiaux de la monnaie et du crédit ainsi que par des chutes brutales et une extrême volatilité sur les marchés boursiers à l'échelle du globe. La nécessité connexe pour le secteur bancaire mondial de continuer à réduire son ratio de levier financier contribuera à restreindre la croissance pendant un certain temps. Ensuite, de plus en plus d'indices montrent que l'économie mondiale se dirige vers une légère récession, provoquée par une économie américaine elle-même déjà en récession et qui ne devrait connaître qu'une reprise modeste au cours de 2009. Enfin, les prix de nombreux produits de base ont fortement reculé depuis la parution de la *Mise à jour* de juillet. Ces facteurs ont eu pour effet de réduire les pressions inflationnistes dans le monde.

Face à la crise financière internationale, les décideurs publics de grandes économies ont pris plusieurs mesures extraordinaires afin d'assurer un apport en liquidités aux marchés, de reconstituer le capital de leur secteur bancaire et de rétablir les flux de

Faits saillants

- Le resserrement des conditions du crédit, l'affaiblissement de la demande extérieure et le recul prononcé des prix des produits de base ont assombré les perspectives d'évolution de la croissance et de l'inflation au Canada.
- La croissance de l'économie canadienne sera anémique jusqu'à la fin du premier trimestre de 2009, puis s'accélèrera durant le reste de l'année et dépassera celle du potentiel en 2010.
- Le taux d'augmentation de l'IPC global devrait glisser sous 1 % au milieu de 2009 avant de remonter à 2 % d'ici la fin de 2010. Le taux d'accroissement de l'indice de référence se maintiendra sous les 2 % jusqu'à la fin de 2010.
- Les décideurs publics de grands pays ont pris des mesures audacieuses pour apaiser la crise financière et atténuer ses effets sur l'économie. L'économie du Canada et son système financier robuste profiteront directement de ces actions.
- Le taux directeur a été abaissé au total de 75 points de base ce mois-ci et de 225 points de base depuis le début de décembre 2007. Il faudra probablement encore augmenter le degré de détente monétaire pour atteindre la cible d'inflation de 2 % à moyen terme.
- Les risques entourant le scénario de référence révisé au sujet de l'inflation sont jugés relativement équilibrés, mais les perspectives sont entachées d'une incertitude plus grande qu'à l'accoutumée.

